

ESG, SRI und Impact Investing: Grundlagen für eine Entscheidungsfindung

Vanguard Research

März 2020

Douglas M. Grim, CFA und Daniel B. Berkowitz, CFA

- Weltweit nutzen immer mehr Anleger Umwelt, Gesellschaft und Governance, kurz ESG (Environmental, Social, Governance), als Auswahlkriterien in ihren Anlageprozessen. Das wachsende Sortiment an Begriffen und Abkürzungen sorgt allerdings gelegentlich für Verwirrung und erschwert die Entscheidung, ob und wie Anleger ESG in ihre Prozesse einbeziehen sollten.
- ESG Investing bezeichnet Anlagestrategien mit einer ESG-Komponente. ESG ist keine eigene Assetklasse, keine einzelne Strategie, noch nicht einmal eine konkrete Methode. Vor allem aber existiert keine Einheitslösung für alle Anleger. Aus unserer Sicht eignet sich ESG Investing für Anleger mit bestimmten Anliegen, Überzeugungen, Ressourcen und Umständen. Wie bei jeder Form der Vermögensanlage müssen Anleger dabei ihre Ziele bestimmen und die Vorteile unterschiedlicher Strategien gegen ihre Risiken und Kosten abwägen. So ist die Wahrscheinlichkeit am größten, dass sie ihre Ziele tatsächlich erreichen.
- In dieser Studie erläutern wir die wichtigsten Trends und Begriffe und stellen ein praktisches Entscheidungsmodell vor. In einem klaren, vierstufigen Prozess zeigen wir, wie Anleger Ziele bestimmen, ihre Optionen bewerten und die Strategie auswählen können, die ihren Anforderungen und Möglichkeiten am besten entspricht.

Danksagung: Die Autoren danken Ryan O’Hanlon, Sarah Relich und John Reynolds für ihre wertvollen Beiträge zu dieser Analyse.

Dieses Dokument richtet sich an professionelle Anleger nach den Kriterien der MiFID II-Richtlinie. Nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt. In der Schweiz nur für professionelle Anleger. Nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt.

Dieses Dokument wird von The Vanguard Group, Inc. veröffentlicht und dient lediglich zur Weiterbildung und stellt keine Empfehlung und kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlagen dar. Wir weisen darauf hin, dass für den Text der Markt in den USA maßgeblich ist und die enthaltenen Daten und Analysen spezifisch für die USA sind.

Inhalt

I. Terminologie	4
Licht ins Dunkel.....	4
II. Trends.....	5
Wachsende Nachfrage	5
Die Demokratisierung der Daten	7
Globale Initiativen und rechtliche Entwicklungen	7
III. Entscheidungsmodell.....	8
Ziele definieren.....	8
Optionen bewerten	11
Entscheidung treffen	16
Regelmäßig überprüfen	17
IV. Fallstudien.....	19
Portfolio Screening	19
Active Ownership	20
Impact Investing	20
V. Abschließende Bemerkungen.....	22
VI. Anhang	25
Alternative ESG-Strategien	25
Due Diligence im Portfolio Screening.....	26

Environmental, Social, Governance (ESG). Socially Responsible Investing (SRI). Engagement. Green Bonds. Impact Investing. Das Interesse an ESG-konformer Vermögensanlage wächst, doch die Vielzahl an Begriffen hinterlässt bei Anlegern jedoch Verwirrung. Die richtige Entscheidung hängt von ihren Zielen, Ressourcen, Überzeugungen und Anliegen ab. Eine allgemein akzeptierte ESG-Bewertungsmethode wird es vielleicht niemals geben; ein Prozess sollte jedoch praktisch sein und Anlegern die Entscheidung erleichtern, wie sie ihr Kapital und ihre Zeit am besten einsetzen können.

Nicht alle Anleger haben die gleichen ideologischen oder religiösen Überzeugungen, ökologischen oder sozialen Einstellungen und Anliegen. Sie unterscheiden sich in ihren Ressourcen, Kompetenzen, Erwartungen und Zielen, und auch die Regulierung in ihren jeweiligen Märkten ist uneinheitlich. Wir sind uns dieser Unterschiede bewusst und befassen uns daher in diesem Bericht nicht mit der Frage, ob ein Anleger seine Ziele mit einer bestimmten ESG-Strategie erreichen kann. Vielmehr wollen wir Begriffe und Trends erläutern und ein Modell entwickeln, mit dem Anleger entscheiden können, ob und wie sie auf Grundlage vorhandener Möglichkeiten und ihrer persönlichen Umstände ESG in ihr Portfolio integrieren wollen.

Hinweis für Leser

Einige Anleger kennen sich sehr gut mit ESG Investing aus, für andere ist das Thema Neuland. Neueinsteiger können diesen Bericht daher in chronologischer Reihenfolge lesen und erhalten einen vollständigen

Überblick. Erfahrene Leser können einzelne Teile auch überspringen und sich auf diejenigen Kapitel konzentrieren, die für sie besonders interessant sind.

I. Terminologie

Licht ins Dunkel

Einige ESG-Strategien sind zwar schon seit Jahrhunderten bekannt, die Terminologie ist jedoch größtenteils neu und wird gelegentlich falsch interpretiert¹. Viele Begriffe haben unterschiedliche Bedeutungen, je nachdem, ob sie von Wissenschaftlern, Anlegern oder der Finanzpresse verwendet werden. Ein

globaler Konsens mag unerreichbar sein, eine Erläuterung einschlägiger Begriffe als Diskussionsgrundlage ist jedoch unverzichtbar. In **Abbildung 1** sind vier Kategorien und die mit ihnen assoziierten Begriffe abgebildet. Die Definitionen leiten sich aus denen der Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) ab, einer internationalen, von ihren Mitgliedern getragenen Organisation zur Förderung nachhaltiger Kapitalanlage. Zu einigen der Begriffe enthält Abschnitt III *Optionen bewerten* weitere Informationen.

Abbildung 1. Annäherung an eine Definition

Oberbegriffe

ESG Investing:

Eine Anlagestrategie mit ESG-Komponente (Environmental, Social, Governance). Verwandte Begriffe: *Responsible Investing*, *Socially Responsible Investing (SRI)*, *Thematisches Investment* und *Nachhaltiges Investment*.

ESG-Anlagestrategien

1. ESG-Integration

- Systematische Einbeziehung finanzrelevanter ESG-Informationen (Risiken und Chancen) zur Ergänzung einer traditionellen Wertpapieranalyse.
- Wertpapiere einzelner Organisationen oder Länder mit nicht konformem ESG-Profil werden nicht zwangsläufig ausgeschlossen.



Beispiel: Ein aktiver Manager ohne konkrete Wertpapiervorgaben analysiert alle herkömmlichen und ESG-typischen Risiken wie Prozess-, Reputations- und Regulierungsrisiken eines börsennotierten Tabakunternehmens. Die Analyse ergibt, dass die Aktie unterbewertet ist. Der Fondsmanager entschließt sich daher zu einer Übergewichtung.

2. Active ownership

- Positiver Einfluss auf das ESG-Profil eines Unternehmens durch Nutzung interner oder externer Ressourcen.



Wichtigster Fachbegriff

Engagement:

Über direkten Kontakt mit dem Unternehmen soll unerwünschtes Verhalten unterbunden und vorbildliches Verhalten gefördert werden.

Beispiel: Nachdem ein Anleger gegen den Vergütungsbericht eines australischen Bergbauunternehmens gestimmt hat, trifft er für konkrete Gespräche mehrfach mit dem Management zusammen. Das Unternehmen reagiert auf die Kritik seiner Aktionäre, ergänzt seinen langfristigen Vergütungsplan um eine vergleichende Performance-Kennzahl und legt die Hürde für die mögliche Maximalvergütung damit höher. Außerdem verpflichtet sich das Unternehmen, seine Vergütungsstruktur transparenter darzustellen.

¹ Einige Religionen haben schon vor Jahrhunderten ethische Investitionen vorgeschlagen (Schueth, 2003), lange bevor Länder wie die Vereinigten Staaten gegründet wurden.

II. Trends

Die Nachfrage steigt, das Anlagevolumen wächst weltweit

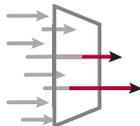
Das Wachstum des ESG-Anlagevermögens lässt sich nur schwer nachverfolgen, zumal in der Branche kein Konsens über die richtige Definition von ESG herrscht. Regionale Abweichungen bei Terminologie, Anlegerpräferenzen und Berichtspflichten tragen ebenfalls dazu bei, dass keine global einheitlichen Berichtsstandards für Vermögenswerte existieren, die nach ESG-Kriterien verwaltet werden.

Schätzungen zum Anlagevolumen können je nach verwendeten Kriterien sehr unterschiedlich ausfallen, ohne genaue Prüfung ist das jedoch nicht immer klar zu erkennen. Um Volumen und Entwicklung von ESG-Strategien zu verstehen, bedarf es daher einer Messbasis für die Vermögenswerte der Branche. Viele Branchenberichte zitieren die halbjährlichen Statistiken der GSIA. Per 31. Dezember 2017 wies der GSIA-Bericht ein ESG-Anlagevermögen von weltweit 30,7 Bio. US-Dollar aus². Da der Bericht zahlreiche Anlagekategorien, Strukturen (zum Beispiel Publikumsfonds und private Anlagevehikel) sowie verschiedene Strategien (zum Beispiel ESG-Integration) auflistet, können die GSIA-Daten als grobe Schätzung des ESG-Anlagevermögens interpretiert werden³.

Abbildung 1 (Fortsetzung). Annäherung an eine Definition

3. Portfolio Screening

- Aktive und Indexstrategien investieren in ein Anlageuniversum, das bestimmte Screening-Kriterien erfüllt. Diese Kriterien werden entweder von dem Anleger, einem mandatierten Asset Manager oder einer externen Partei festgelegt.
- Zwei Methoden: Bei negativem Screening werden einzelne Wertpapiere von Unternehmen oder Ländern auf Grundlage bestimmter ESG-Kriterien ausgeschlossen oder untergewichtet; bei positivem Screening werden nur die Wertpapiere von Unternehmen oder anderer Anlageobjekte mit überdurchschnittlich gutem ESG-Rating gekauft oder übergewichtet („Best-in-Class“).



4. Impact Investing

- Beteiligungen am Fremd- und Eigenkapital ausgesuchter Unternehmen, die sowohl einen positiven Beitrag zu Umwelt und Gesellschaft leisten als auch Renditen erwirtschaften sollen; Impact Investing wird häufig in Form von Private Equity- oder Private Debt-Strategien umgesetzt.



Wichtigster Fachbegriff

Normenbasiertes Screening:

Eine Form negativen Screenings mit Mindeststandards für Geschäftspraktiken; dabei ist entscheidend, inwieweit ein Unternehmen bestimmte internationale Normen erfüllt, etwa zu Menschenrechten oder Korruption.

Beispiel: Der Anlageausschuss einer religiösen Organisation möchte in einen Indexfonds investieren. Dabei sollen Unternehmen mit Kerngeschäft Alkohol, Erwachsenenunterhaltung oder Biotechnologie ausgeschlossen werden, da diese nach Ansicht der Organisation unmoralisches Verhalten fördern.

Wichtige Fachbegriffe

Nachhaltigkeitsorientierte Strategien: Beteiligungen an Organisationen, die voraussichtlich von positiven Nachhaltigkeitstrends profitieren werden. Häufig geht es dabei um ökologische Projekte wie die Entwicklung erneuerbarer Energien.

Social Impact Bonds (auch bekannt als „Pay for Success“-Verträge): Private und öffentliche Investitionen in Projekte, die soziale Bedingungen verbessern sollen und im Idealfall den Regierungshaushalt entlasten (Rangan, Appleby und Moon, 2012).

Green Bonds: Schuldverschreibungen privater Unternehmen oder öffentlicher Einrichtungen für ein ökologisches Projekt.

Beispiel: Ein privater Fonds investiert in Immobilienunternehmen, die Wohn- oder Einzelhandelsimmobilien in einkommensschwachen urbanen Räumen bauen oder renovieren. Die General Partner des Fonds glauben an das Projekt und wollen Investoren gewinnen, die sich ebenfalls engagieren wollen.

² Die aktuellen GSIA-Daten sind im Global Sustainable Investment Report aus dem Jahr 2016 enthalten. Die Zahlen zum Anlagevolumen sind aktuell per 31. Dezember 2017; Ausnahme ist Japan (31. März 2018).

³ In den GSIA-Daten werden bestimmte Vermögenswerte doppelt gezählt. Wenn ein Fondsmanager zum Beispiel sowohl ESG-Integration als auch öffentliche Interessenvertretung einsetzt, wird das Anlagevermögen des Unternehmens in beiden Kategorien aufgeführt. Die GSIA zieht daher alle doppelt aufgeführten Vermögenswerte von der Gesamtsumme ab und kommt so auf ein geschätztes Volumen von insgesamt 30,7 Bio. US-Dollar.

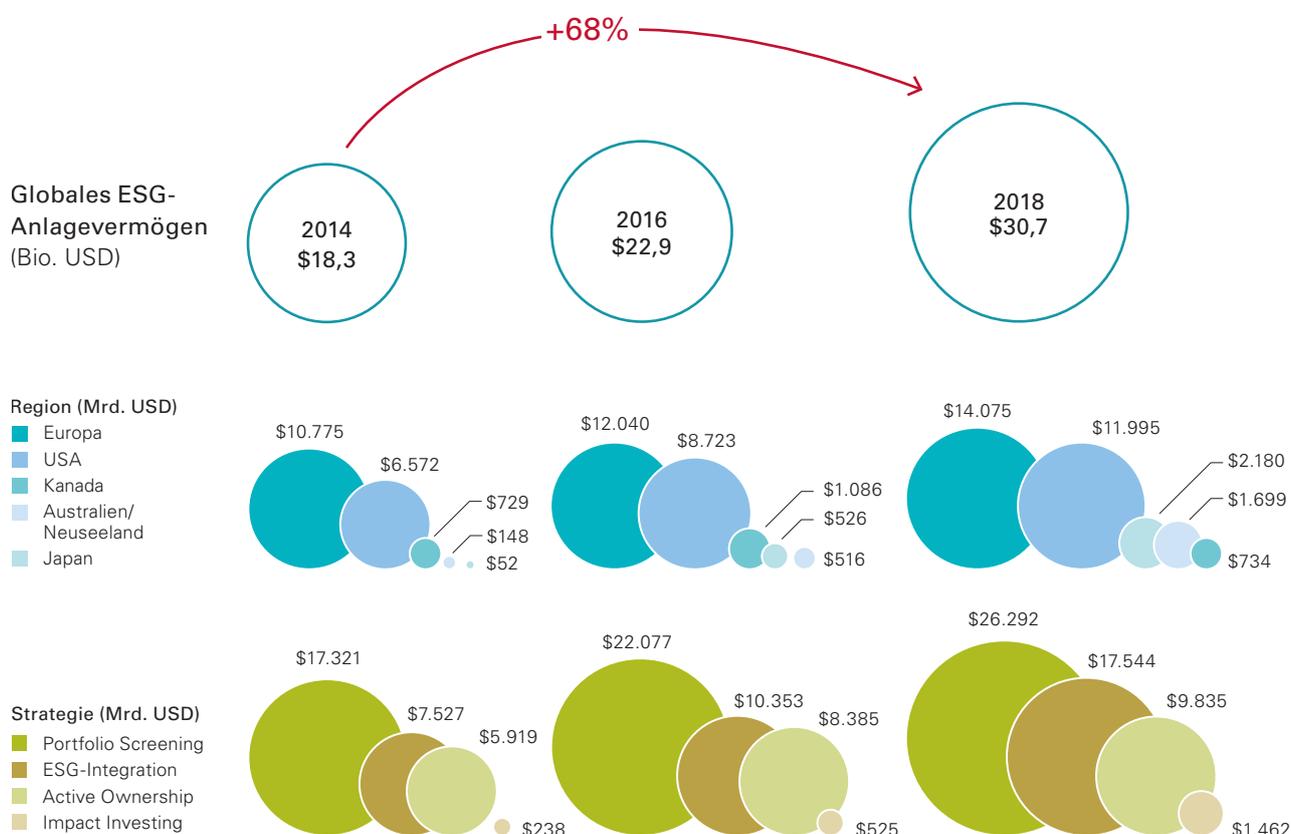
Abbildung 2 schlüsselt das ESG-Anlagevermögen nach Strategie und Region auf.

Ein Abgleich derartiger Schätzungen kann sich allerdings als schwierig erweisen, da die Zahlen häufig nach unterschiedlichen Kriterien errechnet werden. Anleger sollten ESG-Vermögensangaben daher stets sorgfältig auf die darin enthaltenen Zahlen prüfen. So können zum Beispiel Schätzungen zu Screening-Strategien in ihrem

errechneten Anlagevolumen deutlich voneinander abweichen. Die GSIA berücksichtigt sowohl Publikumsfonds als auch private Anlagevehikel und Spezialmandate und kommt auf ein Volumen von 26,3 Bio. US-Dollar (Stand: 31. Dezember 2017).

Betrachtet man jedoch nur Publikumsfonds und ETFs (und die Daten eines anderen Anbieters), kommt auf man ein deutlich geringeres Volumen von 2,3 Bio. US-Dollar⁴.

Abbildung 2. Aufschlüsselung des ESG-Anlagevolumens nach Strategie und Region



Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge.

Die Performance-Zahlen werden in US-Dollar berechnet; die Rendite kann je nach Wechselkursbewegungen steigen oder fallen.

Hinweise: Die Aufschlüsselung des Anlagevermögens nach Strategie enthält Doppelzählungen (siehe Fußnote 3). Damit Vermögenswerte der Kategorie „Active Ownership“ zugerechnet werden können, muss ein professioneller Vermögensverwalter eigenständig oder gemeinsam mit anderen Aktionären mindestens einen Aktionärsantrag zu einem ESG-Thema eingereicht haben. Die Kategorie „Portfolio Screening“ enthält GSIA Assets für positives, negatives und normenbasiertes Screening. Die Kategorie „Impact Investing“ enthält GSIA Assets für Impact Investing und nachhaltigkeitsorientierte Strategien. Die Angaben zum Anlagevermögen in Japan in den Jahren 2014 und 2016 enthalten alle Vermögenswerte aus den Kategorien „Asien ohne Japan“ und „Japan“ aus den entsprechenden GSIA-Berichten. Der GSIA-Bericht für das Jahr 2018 enthielt keine Kategorie „Asien ohne Japan“. In einigen GSIA-Berichten werden japanische Vermögenswerte leicht zeitverzögert aufgeführt.

Quellen: Berechnungen von Vanguard auf Grundlage von Daten von GSIA.

⁴ Summe des Anlagevermögens aller Aktien- und Fixed Income-Fonds und ETFs, die von Morningstar, Inc. als socially conscious eingestuft werden.

Das Wachstum der einzelnen Strategien ist letztlich Ausdruck steigender Kurse an den Kapitalmärkten und der höheren Anlegernachfrage der letzten Jahre⁴. Das wachsende Interesse ist ein komplexes Phänomen und hat sowohl global als auch regional unterschiedliche Gründe. Klar erkennbar spielen jedoch die bessere ESG-Datenlage, globale Initiativen und regulatorische Entwicklungen eine wichtige Rolle.

Die Demokratisierung der Daten: Mehr ESG-Informationsquellen für Anleger

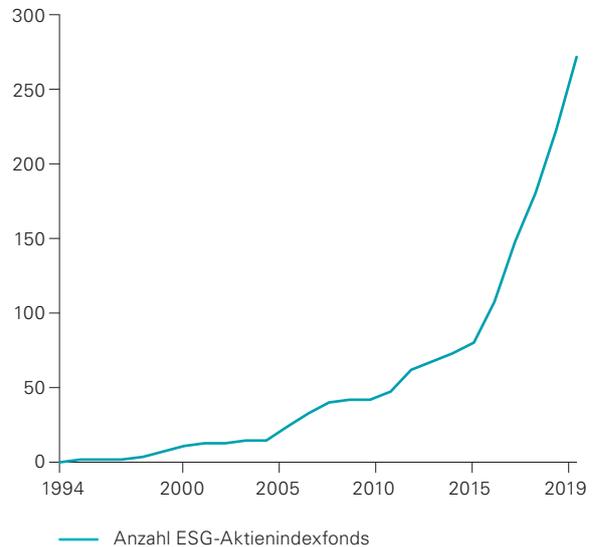
Auch die Anbieter von Finanzinformationen sind auf das wachsende Interesse der Anleger aufmerksam geworden. Mittlerweile veröffentlichen über 125 Organisationen ESG-Research und Ratings (Bender, Sun und Wang, 2017), darunter zahlreiche größere Informationsdienstleister wie Bloomberg oder Thomson Reuters.

Dank besserer Datenlage, wachsender Anlegernachfrage und technologischer Fortschritte können aktive Manager wichtige ESG-Themen heute einfacher in ihre Due Diligence integrieren. Auch Indexanbieter nutzen die wachsenden Datenmengen und entwickeln neue Indizes mit ESG-Screening, die Fondsmanager anschließend abbilden und so auf die Nachfrage verschiedener Anleger mit unterschiedlichen moralischen Werten eingehen können (Abbildung 3)⁵.

Globale Initiativen und rechtliche Entwicklungen

Auch neue Initiativen für verantwortliche Kapitalanlage und regulatorische Veränderungen tragen ihren Teil zum Asset-Wachstum bei⁶. So haben die Vereinten Nationen im Jahr 2006 ihre Principles for Responsible Investment (PRI) vorgestellt, eine unabhängige, globale Allianz von Investoren, Investment Managern und Dienstleistern, die sich zur transparenten Darstellung ihrer PRI-Umsetzung verpflichten.

Abbildung 3. Die Nachfrage nach ESG-Aktienindexfonds steigt



Hinweis: In den Daten sind Aktienindexfonds enthalten, die Morningstar der Kategorie ESG Incorporation zuordnet. Daten per Februar 2020.

Quellen: Berechnungen von Vanguard basierend auf Daten von Morningstar, Inc.

⁵ Das signifikante Wachstum verfügbarer Informationen bringt Probleme mit sich. Anleger müssen die relative Bedeutung dieser Informationen abwägen, wenn sie diese für aktive ESG-Integration, Wirkungsanalysen oder ESG-Ratings und Screenings von Unternehmen nutzen wollen. Erschwert wird die Bewertung dadurch, dass Unternehmensdaten oft nur wenige Jahre zurückreichen. Zudem fehlen branchenweite ESG-Berichtsstandards, Anleger können Unternehmen daher nicht problemlos miteinander vergleichen. Im Abschnitt III (Portfolio Screening) gehen wir näher auf dieses Problem ein.

⁶ Für Beispiele ESG-relevanter Gesetzesänderungen in verschiedenen Ländern siehe Heath, Paty und Martindale, 2016.

Zu den Grundsätzen der UNPRI gehören ESG-Integration, Engagement mit Unternehmen und das Eintreten für höhere Berichtsstandards in börsennotierten Unternehmen⁷. Die Zahl der PRI-Mitglieder ist bis April 2019 auf mehr als 2.300 gestiegen, die Unterzeichner besitzen oder verwalten Assets im Wert von insgesamt 86,3 Billionen US-Dollar⁸. Ein Beispiel für Regulierung findet man in Belgien, wo ein Gesetz Anlegern die Finanzierung von Unternehmen untersagt, die an der Herstellung, Verwendung, Reparatur, Vermarktung, Beförderung, dem Verkauf oder Import/Export von Antipersonenminen und Streumunition beteiligt sind (Eurosif, 2014)⁹.

III. Entscheidungsmodell

In diesem Abschnitt stellen wir ein Modell vor, das Anlegern bei der Entscheidungsfindung hilft, ob und wie sie ESG in ihr Portfolio integrieren sollten. Dazu müssen sie zunächst ihre Ziele formulieren. Im nächsten Schritt erläutern wir verschiedene Optionen, wie Anleger diese Ziele erreichen können. Anschließend beschreiben wir, wie sie eine Entscheidung treffen können, die ihren Anliegen, Überzeugungen, Erfahrungen, Ressourcen und Umständen entspricht. **Abbildung 4** stellt die vier Prozessschritte dar.

1 Ziele definieren

Probleme identifizieren

Die richtige Strategie hängt vom Ziel ab. Anleger müssen daher zunächst festlegen, welche(s) ESG-Problem(e) sie angehen wollen. Diese Entscheidung ist nicht immer einfach, insbesondere wenn mehrere Parteien an dem Prozess beteiligt sind – wie zum Beispiel in Anlagekomitees. Die Liste der ESG-Themen ist lang und wächst weiter (Abbildung 5), unterschiedliche Anleger können daher sehr verschiedene Schwerpunkte setzen.

Schwerpunkte festlegen: Egal für welche ESG-Strategie sie sich entscheiden, Anleger müssen in jedem Fall ihre Schwerpunkte festlegen. Nicht immer fällt es leicht, aus einem bestimmten ESG-Thema eine eindeutige Liste von Unternehmen oder Ländern abzuleiten, die durch ein besonders gutes oder schlechtes Profil auffallen. Ein Beispiel: Ein Investor möchte die ökologischen Folgen der Nutzung fossiler Brennstoffe begrenzen. In diesem Fall könnte er eine Liste von Unternehmen mit negativem Profil zusammenstellen. Einige konzentrieren sich dabei vielleicht auf die Unternehmen mit den höchsten CO₂-Emissionen und müssen entscheiden, wie viele Unternehmen sie in die Liste aufnehmen möchten. Andere richten ihre Aufmerksamkeit auf die Lieferkette fossiler Brennstoffe.

Abbildung 4. Die wichtigsten Schritte einer durchdachten ESG-Anlageentscheidung



Quelle: Vanguard.

⁷ Portfolio-Screening ist in der Liste der Prinzipien nicht aufgeführt.

⁸ Ein Beispiel: Für die Bewertung und Auswahl attraktiver Anlagemöglichkeiten nutzt ein „traditioneller“ aktiver Aktienfondsmanager keine ESG-Informationen. Nachdem mehrere Unternehmen mit ESG-Skandalen Schlagzeilen machen, nimmt der Manager diese Informationen systematisch in seinen Due Diligence-Prozess auf und dokumentiert dies formell in einem jährlichen PRI-Transparenzbericht.

⁹ Ausgenommen von diesem Gesetz sind Indexfonds und die Finanzierung einzelner Projekte von Unternehmen mit nicht-konformen Geschäftsbereichen, solange diese Projekte in keinem Zusammenhang mit diesen Tätigkeiten stehen (Boring, 2016).

Abbildung 5. Die Liste der ESG-Themen ist lang – und wächst

 <p>Umwelt</p>	Luftemissionen und Luftqualität	Fossile Brennstoffe	Arbeitssicherheit und Gesundheitsschutz
	Schutz der Biodiversität	Verwendung gefährlicher Stoffe	Erneuerbare Energiequellen
	Öffentliche Gesundheit und Sicherheit	Bodenverunreinigung	Abfallerzeugung
	Energieeffizienz	Erhaltung natürlicher Ressourcen	Wassernutzung und -effizienz
 <p>Gesellschaft</p>	Angemessener Wohnraum	Privatsphäre von Verbrauchern	Opioide
	Abtreibungsleistungen	Beschäftigung von Minderheiten und Frauen	Religiöse Werte
	Erwachsenenunterhaltung	Menschenrechte	Tabak
	Alkohol	Einkommensungleichheit	Beziehungen zu Gewerkschaften
	Tierversuche	Herstellung von Verhütungsmitteln	Waffen
	Kasinos und Spielgeräte	Fettleibigkeit	Ausbeutung von Arbeitskräften
 <p>Governance</p>	Verstöße gegen das Kartellrecht	Verbrauchertäuschung	Politische Spendenbeiträge
	Unabhängigkeit der Wirtschaftsprüfer	Transparente Darstellung wesentlicher Risiken	Reporting-Transparenz
	Unabhängigkeit der Aufsichtsgremien und Wahl der Mitglieder	Managementvergütung	Kurzfristiges Denken
	Geschlechterparität	Strategiekontrolle	Stimmrechte

Hinweis: Diese Liste enthält lediglich Beispiele für ESG-Themen und ist nicht vollständig.

Quelle: Vanguard.

In diesem Fall stellt sich die Frage: Welche Unternehmen in welchen Teilen der Lieferkette sind relevant? Einige Anleger sprechen sich für Nulltoleranz aus und erfassen jedes Unternehmen, das von dem angestrebten Profil abweicht. Andere legen einen Grenzwert für den Umsatzanteil aus dem betroffenen Geschäftsfeld fest, den Unternehmen mit einem anderen Kerngeschäft nicht überschreiten dürfen. Das Problem: Manche Unternehmen erwirtschaften zwar nur einen geringen Teil ihres Umsatzes in einem bestimmten Segment, erreichen jedoch in diesem aus Sicht der Anleger fragwürdigen Geschäftsfeld einen hohen Marktanteil (zum Beispiel Waffenhändler oder Hersteller von Nuklearwaffen).

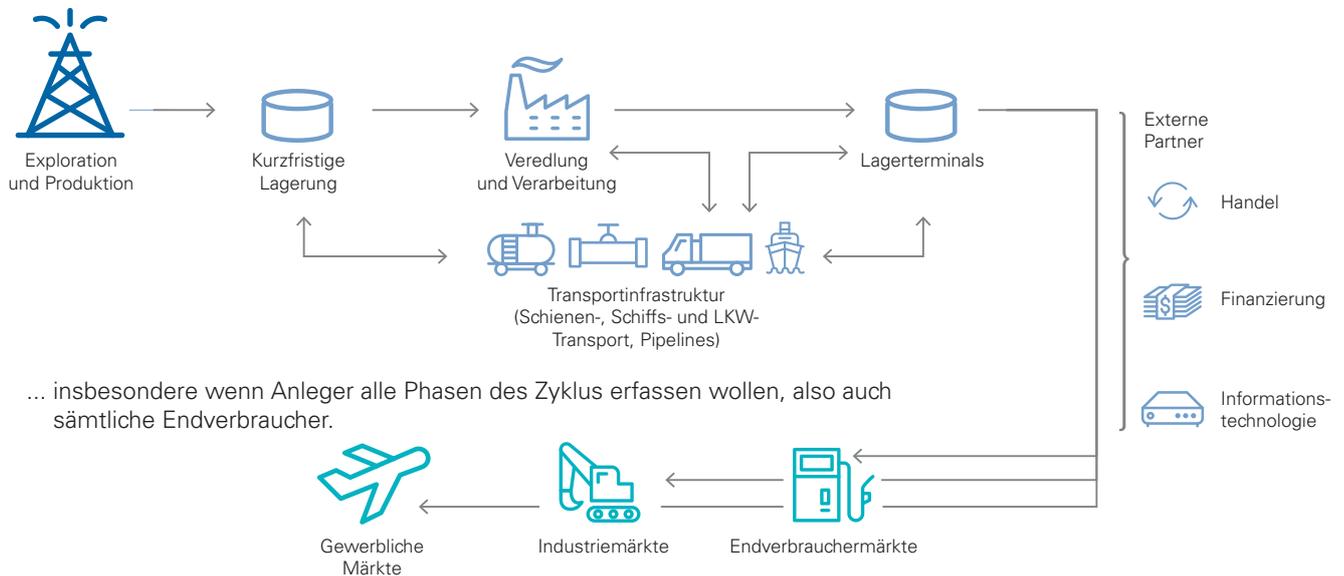
Auch eine andere Frage beschäftigt einige Anleger: Wie soll man mit Unternehmen umgehen, die einen Teil ihres Umsatzes aus unerwünschten Tätigkeiten generieren, in anderen Bereichen jedoch einen positiven sozialen und

ökologischen Beitrag leisten? Hersteller fossiler Brennstoffe zum Beispiel verwenden erhebliche finanzielle und menschliche Ressourcen auf Forschung, Entwicklung und Vertrieb sauberer Energie. Auch der Umgang mit Unternehmen, die große Fortschritte im Abbau negativer Geschäftsfelder machen, kann Fragen aufwerfen.

Abbildung 6 stellt einen vereinfachten Lebenszyklus fossiler Brennstoffe von der Exploration bis zum Verkauf an Endverbraucher dar. Nicht für jeden Anleger ist erkennbar, in welchem Prozessschritt das negative Profil seinen Ausdruck findet¹⁰. Dieses Beispiel verdeutlicht, warum es nicht immer einfach ist, bestimmte Unternehmen und Länder einfach auszufiltern. Um Verwirrung zu vermeiden, sollten Anleger sich daher über ihre Ziele genau im Klaren sein.

Abbildung 6. Die Suche nach ESG-relevanten Prozessschritten ist nicht immer einfach

An der Ölversorgungskette sind zahlreiche unterschiedliche Hersteller und Logistikunternehmen direkt oder indirekt beteiligt, ...



Quelle: Vanguard.

¹⁰ Ein Bericht des Yale Corporation Committee (Yale University, 2014) zeigt beispielhaft, wie schwierig es ist, die richtigen Geschäftsbereiche für einen Ausschluss wegen Beteiligung an der Herstellung fossiler Brennstoffe zu identifizieren. Neben den einzelnen Phasen des Lebenszyklus könnten einige Anleger sich auch für solche Unternehmen interessieren, die eine unerwünschte Tätigkeit in irgendeiner Form unterstützen, zum Beispiel indem sie sie finanzieren (etwa Banken), Marketing-Inhalte erstellen, Geld an politische Organisationen spenden, Lobby-Organisationen bezahlen, technologische Hardware und/oder Software liefern und externe Beziehungen pflegen (etwa durch Mitgliedschaft in bestimmten Handelsorganisationen).

Manche Anleger fürchten, ihr Engagement gegen fossile Brennstoffe könnte unehrlich wirken, wenn sie für ihre eigene Tätigkeit auf diese angewiesen sind, um zum Beispiel Fabriken mit Strom zu versorgen, mit dem Flugzeug zu Kunden zu fliegen oder im Privatleben mit dem Auto zu fahren und ihre Wohnung zu heizen. Dies gilt insbesondere in Ländern, die selbst nur über wenige Energiequellen verfügen.

Ziele setzen

Der richtige Weg hängt von den persönlichen Zielen, Überzeugungen, Anliegen, Ressourcen und Umständen ab. Bevor sie ihre Optionen bewerten, müssen Anleger daher unbedingt ihre Ziele definieren. Nach unserer Erfahrung verfolgen Anleger mit ihren ESG-Strategien eines oder mehrere der folgenden Ziele:

- **Werte ausdrücken:** Wertebezogene Strategien orientieren sich ausschließlich an den ethischen, moralischen, religiösen, humanitären, politischen und/oder ökologischen Überzeugungen eines Anlegers. Zum Beispiel kann ein Anleger eine Gewinnbeteiligung oder Finanzierung an einem legal operierenden Unternehmen ausschlagen, wenn das Geschäft dieses Unternehmens nicht im Einklang mit seinen Werten steht. Diese moralische Überzeugung kann in manchen Fällen das Gewinnstreben übertreffen. Anleger ziehen in diesem Fall einen höheren Nutzwert aus dem Werteinklang, der die Kosten mehr als ausgleicht (Minor, 2007).
- **Renditen erzielen:** Manche Anleger versprechen sich von ihren ESG-Strategien bessere Ergebnisse, etwa ein besseres Risiko/Renditeprofil. Ein Anleger könnte zum Beispiel davon ausgehen, dass ein Solarenergieunternehmen in den kommenden Jahren Marktanteile von herkömmlichen Energieerzeugern gewinnt. Wenn der Markt dieses Wachstumspotenzial nach Einschätzung des Anlegers unterschätzt, könnte er in Solarunternehmen investieren.
- **Erkennbare Veränderungen bewirken:** Einige Anleger entscheiden sich für eine Strategie, mit der sie zur Lösung eines für sie wichtigen ESG-Problems beitragen können, etwa zur Verbesserung der Arbeitsbedingungen in einem Schwellenland.
- **Rechtliche Vorgaben einhalten:** Von rechtlichen Vorgaben sind vor allem institutionelle Investoren und Finanzberater betroffen, die im Auftrag von Begünstigten oder Kunden handeln. Ein neues Gesetz könnte zum Beispiel Pensionsfonds dazu verpflichten, Unternehmen mit bestimmten Geschäftsfeldern aus ihrem Portfolio auszuschließen.

2

Optionen bewerten

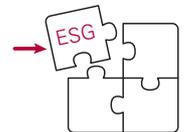
Als Nächstes müssen Anleger feststellen, wie sie ihre ESG-Ziele umsetzen können. Verschiedene Wege schließen sich dabei nicht zwangsläufig aus, Anleger können also mehrere Strategien miteinander kombinieren.

Wie ein Beratungsausschuss bei der Analyse helfen kann

Immer mehr institutionelle Anleger bilden eine zeitlich begrenzte Task Force oder aber einen ständigen Ausschuss, der ESG-Anträge einzelner Interessenvertreter bewertet und prüft, wie diese umgesetzt werden könnten und wie sich die jeweilige Umsetzung auswirken könnte. Aus den Ergebnissen leiten sie eine Empfehlung für das Leitungsgremium ab. Einige Sonderausschüsse entwickeln formelle und transparente Prozesse zur Formulierung von Empfehlungen und zur Entscheidungsfindung¹¹.

ESG-Integration

Aktive Anleger mit konventionellen oder quantitativen Strategien setzen auf ESG-Integration, um kursrelevante ESG-Themen in ihre Analysen und Anlageprozesse einzubeziehen. ESG-Integration ersetzt die traditionelle Finanzanalyse nicht, sondern ergänzt sie mit dem Ziel, höhere risikobereinigte Renditen zu erzielen. Zum Teil haben aktive Anleger ESG-Informationen bereits vor Jahren oder Jahrzehnten in ihre Analysen aufgenommen, lange bevor diese Methode als ESG-Integration bekannt wurde.



¹¹ Unterschiedliche Interessenvertreter können sehr verschiedene Ziele verfolgen. Um die Zahl der ESG-Anträge zu begrenzen, könnte der Ausschuss bestimmte Kriterien festlegen, die ein Antrag erfüllen muss, um in ein formelles Überprüfungsverfahren aufgenommen zu werden.

Das ESG-Datenvolumen wächst ebenso schnell wie die Zahl aktiver Investoren, die diese formell oder informell in ihre Analyseprozesse einbeziehen. Unter Anlegern und Wissenschaftlern wird daher die Frage diskutiert, inwieweit ESG-Informationen in den Wertpapierkursen eingepreist sind. Im Rahmen einer umfassenderen Analyse sollten Anleger dennoch kursrelevante ESG-Chancen und Risiken jedes Unternehmens und jedes Landes überprüfen, bevor sie investieren¹².

Active Ownership – Dialog und Abstimmung

Aktionäre und Gläubiger von Unternehmen können ihre Überzeugungen zum Ausdruck bringen und so positives Verhalten fördern oder Veränderungen bewirken¹³. Sie können dies entweder selbst tun oder einen Dienstleister beauftragen. Vertreter von Aktionären und Gläubigern (etwa Berater oder Fondsmanager) haben in der Regel den Auftrag, Veränderungen im Sinne einer bestmöglichen, langfristigen Wertentwicklung zu bewirken.



Sind passive Anleger auch passive Anteilseigner?

Indexmanager haben die gleichen treuhänderischen Pflichten wie jeder andere Investor auch. Da sie in der Regel langfristig, wenn nicht sogar dauerhaft, an Unternehmen beteiligt sind, tragen sie in manchen Fällen sogar mehr Verantwortung. Daher sind der Dialog und die Ausübung von Stimmrechten für den Schutz und die Optimierung der langfristigen Wertentwicklung besonders wichtig (Mercer, 2009). Eine Morningstar-Studie (Bioy et al., 2017) bestätigte, dass sich die 12 größten Anbieter von Indexfonds und ETFs in den USA, in Europa und Asien durch Engagements und die Ausübung ihrer Stimmrechte aktiv für den Schutz des Aktionärsvermögens einsetzen.

Engagements mit Unternehmen

Ein konstruktiver Dialog mit den Mitgliedern der Führungs- und Aufsichtsgremien von Unternehmen ist ein wichtiges Instrument für die Inhaber von Schuldtiteln und Aktien. Sie können Ideen und Kritik kommunizieren und so auf Politik, den operativen Betrieb und Berichte der Unternehmen Einfluss nehmen¹⁴. Man muss sich Engagements dabei als Prozess mit zahlreichen Interaktionen und nicht etwa als einmaliges Ereignis vorstellen (Dimson, Karakaş und Li, 2015), unter anderem weil Veränderungen unternehmensintern häufig bewertet und genehmigt werden müssen. Asset Manager, institutionelle Anleger und Berater können ihre Engagement-Prioritäten und Corporate Stewardship-Richtlinien auf ihrer Website publizieren, sodass einzelne Portfolio-Unternehmen und Wettbewerber diese überprüfen können und die Empfehlungen im Idealfall teilweise übernehmen.

Engagements fördern die langfristige Wertentwicklung

Engagements sollten einer unternehmerischen Argumentation folgen, denn so können die Entscheider in den Unternehmen erkennen, dass die Veränderungen zur langfristigen Wertoptimierung beitragen sollen (Tonello und Singer, 2015). Der Mehrwert durch Engagements für Anleger, seien sie werte- oder renditeorientiert, lässt sich schwer quantifizieren, zumal die Gespräche mit Unternehmensvertretern meist hinter verschlossenen Türen stattfinden (Mercer, 2009)¹⁵.

¹² In einer Mitgliederumfrage befragte das CFA Institute im Jahr 2015 Portfoliomanager und Analysten zu den Motiven einer ESG-Integration. Als wichtigsten Grund nannten die meisten die Steuerung von Anlagerisiken wie Reputations- und Regulierungsrisiken (Hayat und Orsagh, 2015). Für detaillierte ESG-Integrationsbeispiele siehe Sloggett und Gerritsen (2016).

¹³ Porter et al. (2016) weisen darauf hin, dass immer mehr Unternehmen eigenständig profitable Geschäftsmodelle entwickeln, die erkennbaren (oft als „gemeinsame Werte“ bezeichneten) sozialen Nutzen anstreben.

¹⁴ Einige Anleger wollen ihre Beteiligungen nicht verkaufen und weiter mit am Tisch sitzen, wo sie Veränderungen bewirken können (Piani, Douma und Georgieva, 2018). Engagements können jedoch zeitintensiv und komplex und daher für einige Anleger unpraktikabel sein (Mercer, 2009). Immer mehr institutionelle Anleger, Asset Manager und Beratungsfirmen mit Portfoliomanagement-Mandaten bauen eigene Teams auf oder erweitern bestehende Kapazitäten, um Engagements durchzuführen. Komplexität, Kosten und Zeitaufwand veranlassen einige unmittelbare Eigentümer von Wertpapieren mit begrenzten Ressourcen dazu, einen Dienstleister mit der Durchführung von Engagements zu beauftragen.

In manchen Fällen erfordern Engagements konkrete Strategieempfehlungen an Unternehmen, die ein sehr genaues Verständnis des Unternehmens und seiner Branche voraussetzen. Dies trifft unter anderem auf Private Equity und aktivistische Hedge Fonds zu, deren Manager ein Unternehmen häufig deutlich verändern sollen. In anderen Fällen sollen Engagements vor allem die Unternehmenskontrolle und -strategie verständlich machen und effektive Mechanismen zur Steuerung kurz- und langfristiger ESG-Risiken und -Chancen anregen.

¹⁵ Direkte Engagements werden oft hinter verschlossenen Türen durchgeführt, um Vertrauen zu schaffen und Offenheit zu gewährleisten (Piani, Douma und Georgieva, 2018). Öffentlichere Formen von Engagements werden häufig als Activism bezeichnet, der manchmal auch Konfrontation einschließt (Hayat und Orsagh, 2015). Ob sich der aktivistische Einsatz der Aktionäre langfristig positiv auswirkt, hängt von den jeweiligen Umständen ab (Ernst and Young LLP, 2015). Mercer (2009) beschreibt mehrere Faktoren, mit denen Aktionäre die Erfolgswahrscheinlichkeit ihrer Engagements erhöhen können.

Neben konstruktivem Dialog gehören dazu:

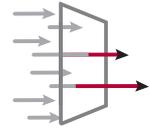
- **Beitritt zu einer Interessengemeinschaft:** Anteilseigner und Gläubiger von Unternehmen können sich mit gleichgesinnten Anlegern zusammenschließen und ihre Engagements gemeinsam durchführen. Dadurch sinken nicht nur die Kosten, auch der doppelte Engagement-Aufwand entfällt. Gleichzeitig können Anleger mit einer gemeinsamen Stimme sprechen und ihren Anliegen dadurch mehr Gewicht verleihen. Derartige Interessenkoalitionen können auch sogenannte „Sign-on Letters“ verfassen, in denen mehrere Anleger sich an ein Unternehmen oder eine politische Entscheidungsinstanz wenden und diese zum Handeln auffordern. Unter anderem setzen sich die PRI, der 30% Club und das CDP (vormals Carbon Disclosure Project) in dieser Form für Veränderungen im ESG-Verhalten von Unternehmen ein.
- **Briefe an Unternehmen:** Einige Aktionäre und Gläubiger wenden sich in Briefen an börsennotierte Unternehmen, in denen sie ihre Überzeugungen und Empfehlungen zu bestimmten ESG-Themen zum Ausdruck bringen. Diese Briefe werden manchmal auf Websites veröffentlicht, sodass auch andere die Anliegen des Investors zur Kenntnis nehmen können. In nicht-öffentlichen Briefen können sie sich auch an einzelne Unternehmen wenden und sich fallspezifisch für Veränderungen einsetzen, die den langfristigen Unternehmenswert schützen sollen.

Abstimmungsanträge stellen oder unterstützen, die das Unternehmen zu Veränderungen auffordern:

In manchen Ländern können bestimmte Aktionäre auf der Hauptversammlung allein oder gemeinsam mit anderen Aktionären Empfehlungen (in Form von Abstimmungsanträgen) an das Aufsichtsgremium des Unternehmens abgeben. Anschließend können die Aktionäre, häufig durch einen Stellvertreter, über diese meist unverbindlichen Empfehlungen abstimmen. Aktionärsanträge können Studien zufolge erfolgreich Veränderungen in dem Verhalten eines Unternehmens bewirken (Ertimur, Ferri und Stubben, 2010). Globale, unabhängige Proxy-Beratungsfirmen können Aktionäre und Unternehmen zusammenbringen und über den Zusammenhang bestimmter Anträge und ESG-Themen informieren. Außerdem geben sie Abstimmungsempfehlungen ab.

Portfolio Screening

Die nächste Kategorie möglicher ESG-Strategien sind positive oder negative Screenings von Unternehmen und Ländern anhand bestimmter Kriterien.



Positives Screening (Einschluss)

Mit positiven Screening-Strategien investieren Anleger überwiegend oder ausschließlich in Unternehmen und Länder mit vergleichsweise starkem ESG-Profil (oft als „Best-in-Class“ bezeichnet) oder andere Anlagen mit einem bestimmten ESG-Mindestrating. Das Rating kann intern erstellt oder von einem externen Dienstleister bezogen werden und beschränkt sich in der Regel nicht auf wenige Themen, sondern umfasst zahlreiche ESG-Indikatoren.

Uneinheitliche Ratings: ESG-Informationen werden von Unternehmen auf freiwilliger Basis veröffentlicht, ESG-Ratings sind außerdem von Natur aus subjektiv. Daher kann es bei der ESG-Bewertung zu erheblichen Unterschieden zwischen den Ratings einzelner Anbieter kommen¹⁶. Aufgrund dieser Unbeständigkeit können auch die Positionen und Gewichtungen positiver Screening-Strategien deutlich voneinander abweichen. Anleger sollten daher die Rating-Methode des Anbieters genau prüfen.

¹⁶ Bender, Sun und Wang (2017) stellten zum Beispiel eine durchschnittliche Querschnittskorrelation zwischen den ESG-Ratings von Sustainalytics, MSCI, RobecoSAM und Bloomberg für Wertpapiere des MSCI Index zwischen 0,47 und 0,76 fest (Stand: 30. Juni 2017). Dieses Ergebnis steht im Kontrast zu den hohen Korrelationen zwischen den Kreditratings von Ratingagenturen, die die Ausfallwahrscheinlichkeit festverzinslicher Wertpapiere feststellen (Hawley, 2017).

Negatives Screening (Ausschluss)

Durch negatives Screening, wahrscheinlich die bekannteste ESG-Anlagestrategie, schließen Anleger die Wertpapiere bestimmter Länder oder Unternehmen mit einem aus ihrer Sicht negativen ESG-Profil aus, wobei der Marktpreis der Wertpapiere keine Rolle spielt. Anleger wollen durch negatives Screening in der Regel vermeiden, dass sie Unternehmen finanzieren oder Gewinne aus Unternehmensbeteiligungen beziehen, die nicht im Einklang mit ihren Werten stehen.

Perfekt oder pragmatisch? Stehen die Screening-Kriterien fest, müssen sich Anleger Gedanken über deren Umsetzung machen. Bei Mischprodukten entspricht die Methodik häufig nicht den idealen Screening-Vorstellungen des Anlegers, in manchen Fällen können Strategien genau an die Screening-Anforderungen der

Anleger angepasst werden¹⁷. Findet sich kein überzeugender Index oder eine aktive Strategie, die die Screening-Kriterien genau umsetzt, müssen sich Anleger nach Alternativen umschaun, die ihren Vorstellungen möglichst nahe kommen.

Welche Positionen sollen gefiltert werden? Screening ist kein Alleinstellungsmerkmal einer bestimmten Anlagekategorie in öffentlichen oder privaten Märkten. Die Qualität und Vielfalt der Optionen schwankt je nach Land, Anlage- oder Anlegerkategorie bzw. Anlagevermögen. Dieser Umstand kann sich auf die Nutzung von Screening-Strategien durch Anleger auswirken. Ob und wo in einem Portfolio ein Screening in Frage kommt, hängt von diesen und anderen Überlegungen ab, darunter Kosten, Expertise und Ressourcen.

Wie wirkt sich ein Screening auf die Rendite aus?

Eine der häufigsten Anlegerfragen lautet, ob man mit einem Screening „Wert und Werte“ miteinander in Einklang bringen kann. Anders ausgedrückt: Bringt der Ausschluss bestimmten Unternehmen mit negativem Verhalten aus dem Anlageuniversum finanzielle Vor- oder Nachteile mit sich? Besondere Brisanz gewinnt diese Frage in Anbetracht der gedämpften Renditeerwartungen von Vanguard für die kommenden zehn Jahre. Auch für treuhänderische Verwalter, die die Wertentwicklung aus rechtlichen Gründen nicht beeinträchtigen dürfen, ist diese Frage wichtig¹⁸.

Eine einfache Ja-oder-Nein-Antwort wäre nicht angemessen in Anbetracht der zahlreichen Optionen für positive und negative Screenings sowie Länder und Anlagekategorien (sowohl traditionelle als auch alternative), in denen ein Screening zum Einsatz kommen könnte. Außerdem können Anleger je nach Land, Vermögensumfang und Mandat aus unterschiedlichen Strategien auswählen. Auch ihre Ressourcen, gesetzlichen Auflagen und Umsetzungskosten variieren erheblich. Bei der Überlegung, ob ein Strategiewechsel die Wertentwicklung des Portfolios belastet oder fördert, spielt auch die relative Attraktivität der bisherigen Strategie eine Rolle.

In der Branche herrscht zu dieser Frage aktuell kein Konsens, eine oft zitierte Meta-Studie kommt zudem zu gemischten Ergebnissen (Friede, Busch und Bassen, 2015). Akademische und praktische Studien analysieren häufig unterschiedliche ESG-Themen (zum Beispiel umstrittene Waffen, Tabak, Geschlechterdiversität) und verwenden unterschiedliche Entwicklungs- und Berechnungsmethoden, Screening-Kriterien, Zeiträume oder Datenbanken. Beweise für den positiven oder negativen Einfluss bestimmter ESG-Themen lassen sich daher nicht ohne weiteres finden. Grundsätzlich sollten sich Anleger darüber im Klaren sein, dass die Wertentwicklung in unterschiedlichen Marktphasen deutlich von der herkömmlicher (aktiver und passiver) Anlageinstrumente abweichen kann und Kosten sowie Diversifikation von großer Bedeutung sind¹⁹. Wer Screening-Strategien einsetzen will, sollte daher Phasen mit unterdurchschnittlicher Wertentwicklung verkräften können.

Da die Antwort auf die Gut-oder-schlecht-Frage von zu vielen Variablen abhängt, beschreiben wir in **Abbildung A-1** im Appendix stattdessen einen Due Diligence-Prozess für Anleger.

¹⁷ Neue Technologien ermöglichen individuelle Optionen für immer mehr Anleger. Mindestanlagevolumen oder Implementierungskosten für Spezialmandate könnten der Umsetzung einer Strategie im Weg stehen.

¹⁸ Siehe Davis et al. (2019) für weitere Informationen zu unserem langfristigen Kapitalmarktausblick.

¹⁹ Statham (2006) etwa analysiert Performance-Abweichungen für eine Stichprobe von Indizes mit Screening-Komponente.

Impact Investing

Impact Investing bezeichnet Investitionen in Unternehmen, Organisationen und Fonds, die neben einer Finanzrendite auch einen positiven und erkennbaren sozialen und oder ökologischen Beitrag leisten, der den Werten des Anlegers entspricht. Impact Investing-Lösungen gibt es für verschiedene Länder und Assetklassen.



Mehr Rendite oder mehr Engagement?

Sogenannte Impact First oder Concessionary Impact Investments streben zwar eine Rendite an, allerdings ist diese nicht zwangsläufig vergleichbar mit den Erträgen herkömmlicher Finanzanlagen²⁰. Für einige Anleger wiegt ein erkennbarer positiver Beitrag für Umwelt oder Gesellschaft, zu dem sie mit ihren Investitionen beitragen, die geringeren Renditen auf. Sogenannte Finance First, Double-Bottom Line oder Non-concessionary Impact Investments wollen zwar eine ökologische oder soziale Wirkung erzielen, allerdings ohne dafür Rendite aufzugeben. Zwar ist der Markt für Impact Investing noch relativ jung, einige private Fonds konnten Untersuchungen zufolge jedoch Renditen erwirtschaften, die mit denen konventioneller privater Fonds vergleichbar waren (Mudaliar und Bass, 2017).

Sorgfaltspflicht

Due Diligence ist ein wichtiger Schritt bei der Auswahl der meisten ESG-Anlagestrategien. Im Impact Investing ist sorgfältige Prüfung jedoch von elementarer Bedeutung, zumal es sich hierbei häufig um komplexe Projekte handelt, die über private Anlageinstrumente finanziert werden.

- **ESG-Wirkungsanalyse:** In der Investmentbranche wird viel darüber debattiert, wie man die Wirkung von ESG-Strategien messen kann. Einige Anleger begnügen sich mit kurzen, qualitativen Zusammenfassungen, andere nutzen lieber eine quantitative ESG-Matrix. Vor der Auswahl eines Impact Investment sollten Anleger zu einer eigenen Einschätzung der Erfolgsaussichten kommen und sicherstellen, dass relevante Informationen auch zugänglich sind. Organisationen wie das Global Impact Investing Network (GIIN) wollen die Messverfahren in privaten Märkten verbessern, insbesondere weil mangelnde Berichtsstandards Vergleiche zwischen einzelnen Unternehmen und Managern erschweren.
- **Leistungsbeurteilung und Benchmarking:** Da Impact Investments sowohl eine finanzielle Rendite als auch einen messbaren ökologischen oder sozialen Beitrag anstreben, empfiehlt sich eine regelmäßige Leistungsbeurteilung. Als Benchmark für Finance First-Strategien könnten sich zum Beispiel jene Beteiligungen eignen, durch deren Verkauf die Impact-Strategie finanziert wurde. Alternativ könnten Anleger auch eine herkömmliche Benchmark für ein Anlageuniversum verwenden, in das sie andernfalls investieren würden. Bei Impact First-Strategien stellt sich die Frage, wieviel Rendite Anleger aufzugeben bereit sind. Für beide Strategien könnte sich außerdem eine Peer-Benchmark vergleichbarer Impact Investments in öffentlichen oder privaten Märkten eignen.
- **Managerauswahl:** Sofern ein sich Anleger nicht direkt an einem oder mehreren Impact Investments beteiligen möchte, muss er in einen kollektiven Fonds investieren. Fast alle dieser Fonds werden von aktiven Fondsmanagern verwaltet. Selbst bei Impact-Indizes müssen die Indexanbieter über Methodik, Gewichtung und Kriterien entscheiden, die Wertpapiere als Impact Investments qualifizieren. Anleger oder mit der Suche beauftragte Berater müssen daher die nötigen Ressourcen und die technische Expertise für eine angemessene Due Diligence mitbringen, um so Anlagestrategien auf ihre Zweckmäßigkeit prüfen zu können.
- **Konzentrationseffekte:** Sowohl öffentliche als auch private Märkte für Unternehmen mit eindeutig ökologischer oder sozialer Ausrichtung sind in der Regel klein. Die Zahl der Beteiligungen im Fonds ist daher ebenfalls begrenzt und könnte die Diversifikation im Portfolio reduzieren.
- **Implementierungskosten:** Viele (insbesondere private) Impact Investment-Fonds berechnen erhebliche Kosten. Zum Beispiel hat das GIIN Daten privater Impact Fonds aus der Datenbank von ImpactBase vom August 2014 untersucht. Die durchschnittlichen Managementgebühren betragen 1,3% für private Anleihen, 2,4% für Aktien und 1,7% für Substanzwerte. Die durchschnittliche ergebnisabhängige Gewinnbeteiligung (Carried Interest) betrug 3% bis 18% (Mudaliar und Barra, 2015). Daneben können Anlegern auch Übergangskosten wie Steuern oder Transaktionsgebühren entstehen, wenn Vermögenswerte für die Finanzierung von Impact Investments verkauft werden. Bevor sie sich an einem öffentlich zugänglichen oder privaten Impact Investment-Fonds beteiligen, sollten Anleger daher alle Kosten genau überprüfen.

²⁰ Diese Fonds unterscheiden sich von „Impact only“-Kapital, das als Spende an gemeinnützige oder Lobby-Organisationen gilt und ausschließlich ökologische oder soziale Ziele verfolgt.

- **Liquidität:** Trotz einiger Publikumsfonds finden Anleger das größte Fondsangebot in privaten Märkten (zum Beispiel Risikokapital für grüne Technologie)²¹. Bei Private Equity-, Immobilien- und Infrastrukturfonds mit Impact-Zielen müssen Anleger Zugriff auf private Beteiligungen in einem Portfolio haben und diese bewerten und verwalten können. Wer sich für einen privaten Fonds entscheidet, muss das Liquiditätsprofil des Fonds kennen. In manchen Fällen ist das Kapital der Anleger für zehn Jahre oder länger in einem einzigen Fonds gebunden.
- **Rechtliche/regulatorische Risiken:** Gesetzesänderungen können sich sowohl günstig als auch ungünstig auf den Fonds auswirken. Haben alle oder ein Großteil der Portfolio-Unternehmen ein ähnliches Kerngeschäft, können Regeländerungen die Finanzergebnisse des Fonds positiv oder negativ, in jedem Fall jedoch deutlich beeinflussen.

Aus diesen und anderen Gründen sollten Anleger oder die von ihnen beauftragten Berater Impact Investments nur insoweit überprüfen, wie sie über die für die nötige Due Diligence notwendige Expertise und die Optionen verfügen, die ihren spezifischen Werten und Anlagekriterien entsprechen²².

3 Entscheiden

Haben Anleger ihr Ziel oder ihre Ziele gesetzt und ihre Umsetzungsoptionen identifiziert und analysiert, müssen sie als Nächstes anhand ihrer individuellen Entscheidungskriterien eine dieser Optionen auswählen. Dazu sollten sie die direkten oder indirekten Auswirkungen jeder Option bewerten²³. Die möglichen Zielkonflikte von ESG-Strategien sind für jeden Anleger unterschiedlich und setzen in manchen Fällen ein erhebliches Urteilsvermögen voraus. Dies gilt insbesondere für Anleger mit bestimmten Wertevorstellungen (z. B. humanitäre, politische oder religiöse Werte).

Anleger müssen entscheiden, welche Kriterien für sie wichtig sind. Ihre Erwartungen müssen klar formuliert sein, wenn sie eine Entscheidung über ein mögliches ESG-Engagement treffen. Komitees und Berater können aus einer Entscheidungsmatrix eine formelle Empfehlung für ein Entscheidungsorgan oder einen Kunden ableiten. Dabei geht es sowohl um die Frage des „Ob“ als auch des „Wie“. **Abbildung 7** zeigt ein Beispiel einer Entscheidungsmatrix für eine fiktive große Stiftung. In der Praxis würde eine fundierte Analyse möglicher Auswirkungen und wahrscheinlicher Ergebnisse anhand dieser Kriterien in einem formellen Dokument erfasst.

Einige Komitees verwenden lieber Umfragen oder Foren, um Feedback von bestimmten Interessenvertretern einzuholen, bevor sie eine abschließende Entscheidung treffen. Berater könnten auch praktische Überlegungen in dem Entscheidungsprozess berücksichtigen. Fällt zum Beispiel eine Entscheidung gegen ein Anlageprodukt mit ESG-Screening für Anleger mit starken moralischen Überzeugungen, muss diese Entscheidung gegenüber Kunden und Interessenten begründet werden. Einzelanleger können mithilfe eines strukturierten Kriterienkatalogs gewährleisten, dass sie die möglichen direkten und indirekten Auswirkungen jeder Option berücksichtigen.

Warum treuhänderische Verwalter ihre Entscheidungen dokumentieren sollten

Unabhängig davon, ob eine Entscheidung tatsächlich umgesetzt wird, sollten treuhänderische Vermögensverwalter sowohl das betreffende ESG-Thema als auch die Grundlagen für ihre finale Entscheidung dokumentieren. Dazu gehören die Vor- und Nachteile einzelner Handlungsoptionen, der Entscheidungsprozess und mögliche nächste Schritte, darunter Pläne für eine zukünftige Evaluierung²⁴. Diese Prozess-Due-Diligence kann sich als hilfreich erweisen, wenn wichtige Interessenvertreter (etwa Kunden, Rechtsberater oder Aufsichtsbehörden) Informationen über die Entscheidung einfordern. Außerdem gewährleistet sie Klarheit über die Ziele und Erwartungen jeder Handlungsoption.

²¹ Das Angebot an öffentlichen Märkten wächst, darunter sogenannte Green Bonds und Impact Bonds, dennoch ist das Emissionsvolumen noch immer begrenzt (Hayat und Orsagh, 2015).

²² Diese bedingte Aufnahme und Gewichtung in einem Portfolio gelten als Bottom-up-Ansatz. Für weitere Informationen siehe Wallick et al. (2015).

²³ Institutionelle Anleger haben in der Regel ein Gremium, das über eine mögliche Umsetzung entscheidet und daher auch die Kriterien festlegt. Wichtige Anliegen können auch emotionale Reaktionen hervorrufen. Objektive Entscheidungen durch Intermediäre sind daher nur möglich, wenn mögliche psychologische Einflussfaktoren wie etwa der Bestätigungsfehler (Confirmation Bias) begrenzt werden.

Bei der Analyse indirekter Auswirkungen bereitet vielen Dienstleistern und Treuhändern die mangelnde regulatorische Klarheit Sorgen. Diese erschwert die Feststellung, ob eine bestimmte Strategie tatsächlich im Interesse ihrer Kunden oder Begünstigten liegt (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, 2017). Manche Anleger erwägen auch positive oder negative Folgen für ihre Reputation, wenn sie sich für oder gegen ESG entscheiden (Mercer, 2009). Das Dartmouth College in den USA erwog zum Beispiel, seine Beteiligungen an Öl-, Gas- und Kohleunternehmen zu veräußern, und machte sich in diesem Zusammenhang Gedanken über die Auswirkungen auf neue, bestehende und ehemalige Studenten, die Fakultät, die Verwaltungsmitarbeiter und Spenden an das College (Zhang und Trerayapiwat, 2016). Eine europäische Studie kommt zu dem Schluss, dass Anleger einen sozialen Nutzen aus ihren Anlageentscheidungen ziehen können (Riedl und Smeets, 2017).

²⁴ Für weitere Informationen zu Dokumentierung und anderer bewährter Praktiken für Anlagekomitees siehe Bosse, Grim und Chism (2017).

Abbildung 7. Hypothetisches Beispiel einer Entscheidungsmatrix für eine große Stiftung

Thema: Mögliche klimabedingte Risiken für das Portfolio		Ziel: Höhere risikobereinigte Renditen			
Mögliche Handlungsoptionen	Auswirkungen auf ...				
	Portfolio	Mitarbeiter	Rechtlicher Status	Geldgeber	Begünstigte
Option 1 ESG-Integration Bei der Analyse von Anleihen muss das Fixed Income Research Team systematisch wesentliche Risiken im Zusammenhang mit dem Klimawandel erfassen	Die Strategie könnte die Bewertung der wesentlichen Risiken einzelner Anleihepositionen vereinfachen und so die Aussicht auf gute risikobereinigte Renditen verbessern (Einschätzung des Investment Office Leadership Teams).	Das Leadership Team geht nicht davon aus, dass für diese zusätzliche, laufende Analyse die Zahl der Mitarbeiter im Research-Team erhöht werden muss.	Die Rechtsabteilung geht davon aus, dass die Strategie den geltenden Regeln und Vorschriften entspräche, zumal das Anlageziel das gleiche bliebe.	Bessere risikobereinigte Renditen wären eine gute Nachricht und könnten zu höheren Spenden führen.	Eine höhere Rendite würde den Wert der Beteiligungen im Portfolio erhöhen. Der Stiftung stünden dadurch mehr Mittel zur Verfügung, die sie ihren Begünstigten durch zweckgebundene Zuschüsse zukommen lassen könnte.
Diese Matrix für andere Handlungsoptionen wiederholen	—	—	—	—	—

Hinweis: Thema, Ziel, Handlungsoptionen und Kriterien sind hypothetisch und dienen nur der Veranschaulichung.
 Quelle: Vanguard.

4

Regelmäßig überprüfen

Wie bei jeder anderen Anlageentscheidung müssen Anleger im letzten Schritt ihre Entscheidung regelmäßig überprüfen und feststellen, ob der bisherige Kurs (sei es die Umsetzung einer Strategie oder der Verzicht darauf) weiterhin angemessen ist. Institutionelle Anleger und Berater können diesen Schritt beliebig detailliert in einem rechtsgültigen Dokument festhalten und dadurch sicherstellen, dass eine robuste Überprüfung und transparente Darstellung gegenüber Interessenvertretern zum Standard werden. Hat sich ein Anleger für die Umsetzung einer Strategie entschieden, sollte sich die Überprüfung an den Zielen und Auswahlkriterien orientieren und Performance-Kennzahlen und andere Maßnahmen zu Messung von Fortschritten enthalten.

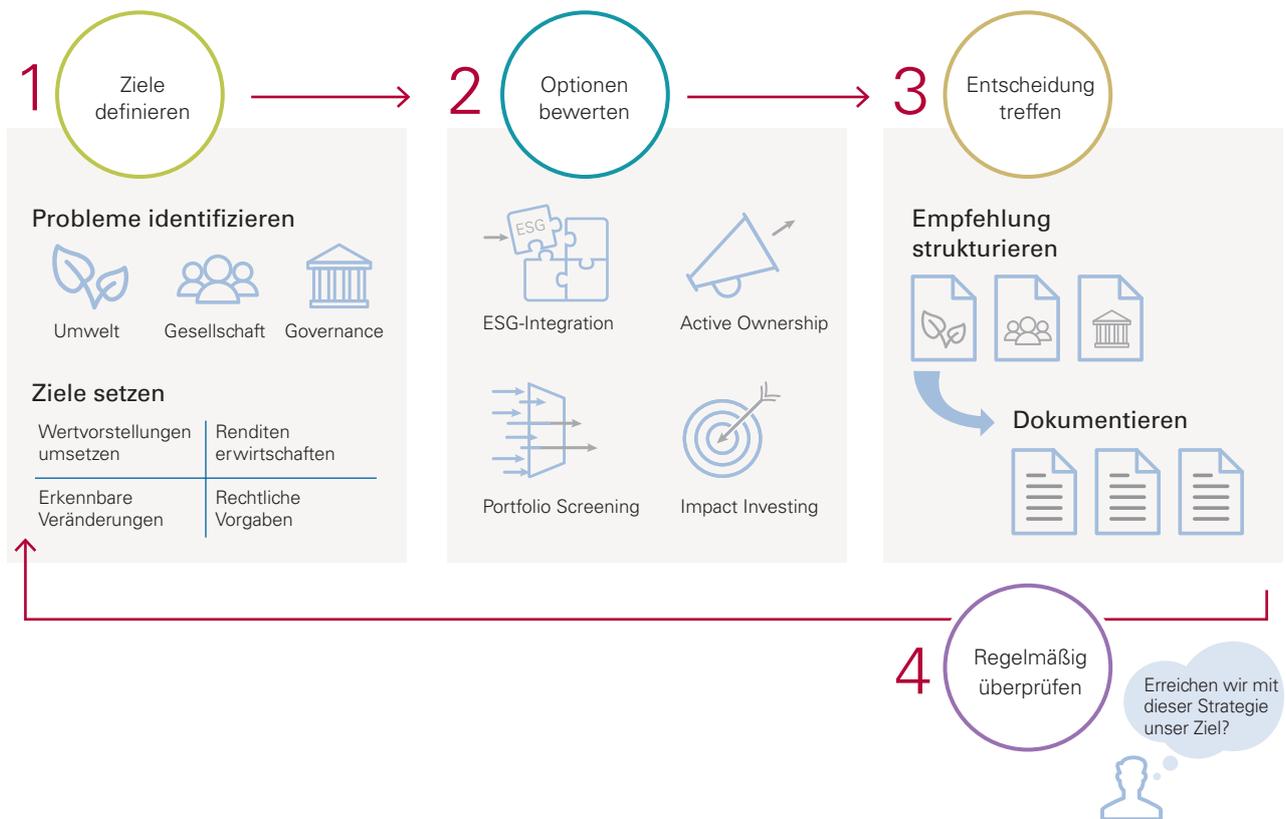
Bei einer Screening-Strategie sollten Anleger prüfen, ob während des Bewertungszeitraums die richtigen Unternehmen ein- oder ausgeschlossen wurden. Bei Engagements sollten Anleger die Zielunternehmen nach Priorität ordnen und Meilensteine für Erwartungen und Monitoring-Prozesse setzen (Piani, Douma und Georgieva, 2018). Ob sich Anleger nun für oder gegen eine Handlungsoption entschieden haben, in jedem Fall sollten sie regelmäßig überprüfen, ob sich ihre Ziele und Anliegen sowie ihre Umsetzungsoptionen, rechtlichen Anforderungen und Entscheidungskriterien verändert haben.

Zusammenfassung

Abbildung 8 fasst die vier wichtigsten Schritte für eine bewusste ESG-Entscheidung zusammen. Am Ende dieses Prozesses kennen Anleger ihre Ziele, haben zahlreiche Umsetzungsoptionen identifiziert und nach

einem sorgfältigen Evaluierungsprozess wichtiger Einflussfaktoren und Zielkonflikte eine Entscheidung getroffen, die ihren Prioritäten, Überzeugungen, Kenntnissen, Ressourcen und Umständen entspricht.

Abbildung 8. Vier Schritte für eine fundierte ESG-Entscheidung



Quelle: Vanguard.

IV. Fallstudien

In diesem Abschnitt stellen wir drei hypothetische Fallstudien vor, die die Umsetzung unseres ESG-Entscheidungsmodells darstellen²⁵. Zwar erwähnen wir in den Studien Anleger aus bestimmten Ländern, der Entscheidungsprozess ist jedoch nicht länderspezifisch.

Portfolio Screening

Ein Pensionsfonds in Australien

Ein australischer Pensionsfonds (nachstehend der „Fonds“) führt eine umfangreiche Due Diligence der Zielkonflikte von Screening-Strategien durch. Die Verantwortlichen überlegen anschließend, Tabak- und Waffenhersteller aus ihrem Anlageuniversum auszuschließen und so der steigenden Nachfrage von Planteilnehmern mit moralischen Werten und Zielen gerecht zu werden. Das Investment Team des Fonds erkennt, dass sich der Ausschluss bestimmter Aktien auch auf das Risikoprofil der internationalen Aktienallokation und somit den Tracking Error gegenüber der aktuellen internationalen Aktienposition auswirken würde.

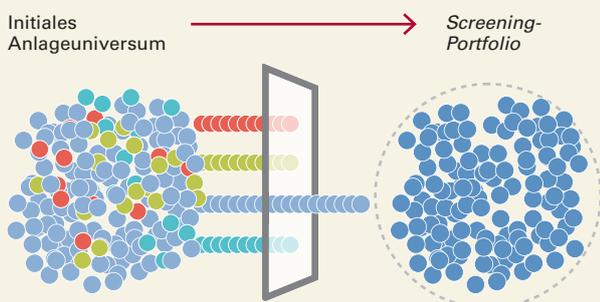
Das Team erwägt daher zwei Optionen: Der Fonds könnte in ein Indexprodukt mit Screening-Komponente investieren, das die gewünschten Screening-Kriterien nicht vollständig abbildet. Alternativ könnte ein Fondsmanager ein Spezialmandat auflegen, das das Screening exakt umsetzt. Mit der zweiten Option muss der Fonds nicht zwangsläufig an einem Risiko-Exposure festhalten, das von dem des ungefilterten Anlageuniversums abweicht. Der Investment Manager könnte versuchen, das gefilterte Portfolio langfristig an das Risikoprofil der ungefilterten Benchmark anzupassen. **Abbildung 9** fasst den Prozess

zusammen. Wegen der Handelskosten, der Kontrolle der Anlageprozesse und des damit einhergehenden Verwaltungsaufwands kommt der Fonds zu dem Schluss, dass dieser Ansatz geringfügig teurer wäre.

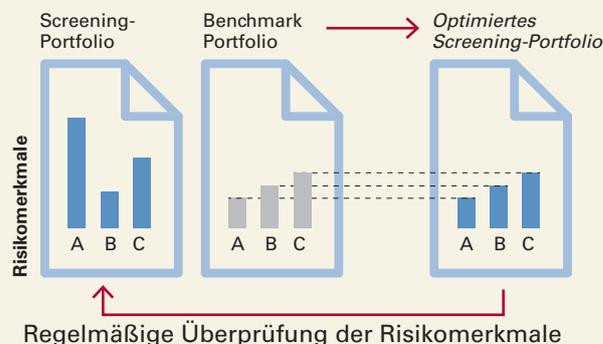
Nach sorgfältiger Überprüfung beider Handlungsoptionen entscheidet sich der Fonds für die zweite und weist einen Investment Manager an, die Screening-Kriterien anzuwenden und Risikoabweichungen zwischen dem Portfolio und der ungefilterten Benchmark zu minimieren. Der Fonds kommt zu dem Ergebnis, dass der Kostenunterschied nur minimal ist. Schließlich werden die gewünschten Screening-Kriterien exakt umgesetzt, außerdem würde das unerwünschte Risiko-Exposure im anderen Fall das Risikobudget für den Tracking Error übersteigen. Der Fonds schichtet sein Portfolio entsprechend um und dokumentiert die neue Strategie in seinen Anlagerichtlinien. Auch der Entscheidungsprozess wird erfasst und ein Verantwortlicher bestimmt, der die Wertpapiere für das Screening auswählt und die Einhaltung der Richtlinien im Portfolio überwacht. Zum Schluss legt der Fonds eine jährliche Überprüfung der Screening-Optionen fest, um zu gewährleisten, dass die Auswahl noch immer im Interesse der Planteilnehmer liegt.

Abbildung 9. Portfoliomanagement-Techniken können den Tracking Error zu herkömmlichen Benchmarks reduzieren

1. Screening-Prozess zum Ausschluss unerwünschter Wertpapiere



2. Portfolio-Optimierung für eine möglichst exakte Abbildung der Risikomerkmale



Hinweise: Die oben abgebildete Grafik ist hypothetisch und dient lediglich der Veranschaulichung. Interessierte Anleger sollten die Gesamtkosten einer solchen Anlagestrategie genau prüfen.

Quelle: Vanguard.

²⁵ Für eine eingehendere Untersuchung hat die United Nations Environment Programme Finance Initiative (2007) 15 ESG-Fallstudien öffentlicher Pensionsfonds aus Brasilien, Frankreich, Großbritannien, Kanada, den Niederlanden, Norwegen, Schweden, der Schweiz, Thailand und den USA veröffentlicht.

Active Ownership

Ein britischer Pensionsfonds

Ein britischer Pensionsfonds (nachstehend der „Plan“) legt besonderen Wert auf ausgewogene Aufsichtsgremien und will sich bei ausgesuchten Großunternehmen für eine bessere Zusammensetzung dieser Gremien einsetzen. Das Anlagekomitee des Plans geht davon aus, dass ausgewogenere Gremien die strategischen Entscheidungsprozesse und das Risikomanagement verbessern. Dies würde auch den Wert der Unternehmen und damit der Beteiligungen im Portfolio steigern und letztlich den Finanzierungsstatus des Plans verbessern. Zur Bewertung des Vorschlags bildet das Komitee einen Unterausschuss mit Beratungsfunktion. Der Unterausschuss befasst sich zunächst detailliert mit den Zielen und kommt zu dem Ergebnis, dass Vielfalt und Geschlechterparität oberste Priorität haben sollten. Die Bemühungen sollen sich zunächst auf ein Unternehmen mit besonders einseitig besetztem Gremium konzentrieren. Eine erfolgreiche Veränderung würde, so die Hoffnung, einen Präzedenzfall schaffen.

Der Unterausschuss definiert eindeutige Ziele und überprüft anschließend mehrere Handlungsoptionen. Impact Investing wird ausgeschlossen, da sich diese Strategie nicht direkt mit dem Thema Diversität beschäftigt. Auch ein Portfolio Screening kommt nicht in Frage, da sich keine ausreichenden Hinweise auf eine erfolgreiche Umsetzung der Ziele durch Screening finden. Der Ausschuss kommt zu dem Ergebnis, dass eine Engagement-Strategie die besten Erfolgsaussichten bietet. Am Ende stehen zwei Optionen zur Auswahl: Der Plan kann das Engagement mit dem aktuellen Gremium

und der Unternehmensführung direkt durchführen oder auf der Aktionärsversammlung einen Antrag auf entsprechende Veränderungen stellen. Der Ausschuss überprüft beide Optionen anhand vorab definierter Entscheidungskriterien und entschließt sich für ein direktes und privates Engagement. Da der Plan ein bedeutender Aktionär des Unternehmens ist, hoffen die Verantwortlichen auf einen schnellen Erfolg, der die konstruktiven Beziehungen zu dem Unternehmen nicht gefährdet.

Der Ausschuss gibt eine formelle Empfehlung an das Anlagekomitee ab, dem das Board of Directors anschließend zustimmt. Im Rahmen des Engagements mit dem Aufsichtsgremium des Unternehmens erfährt das Investment Stewardship Team des Plans von der geplanten Einführung eines obligatorischen Rentenalters. Mehrere Mitglieder des Gremiums mit einer Amtsdauer von über zehn Jahren müssten demnach zurücktreten. Das Board ist extrem empfänglich für Feedback zum Thema Diversität und erörtert die Möglichkeit eines entsprechenden Abstimmungspunktes auf der nächsten Hauptversammlung zu unverbindlichen Richtlinien für die Berufung zukünftiger Gremiumsmitglieder, was langfristig zu mehr Vielfalt führen würde. Der Ausschuss zeigt sich zufrieden mit dem Ergebnis und verständigt sich auf eine jährliche Überprüfung der Engagement-Strategie, darunter auch den Status des Aufsichtsgremiums des Unternehmens. Der Ausschuss und das Investment Stewardship Team wenden sich zwei anderen Unternehmen aus ihrem Portfolio zu und leiten ebenfalls ein Engagement ein.

Impact Investing

Ein Anlageberater/Privatanleger in den USA

Ein Anlageberater in den USA arbeitet mit einer vermögenden Klientin, deren Familie sich für sozial verantwortliche Formen der Vermögensanlage interessiert. Konkret hat die Klientin ihren Berater informiert, dass sie in ein Projekt mit erkennbarer sozialer Wirkung investieren will, das gleichwohl auch eine Rendite abwerfen soll. Gemeinsam definieren sie die Ziele und Risikotoleranz der Klientin. Der Berater empfiehlt schließlich eine Impact Investing-Strategie, die sich weltweit für die Gesundheit armer Bevölkerungsgruppen einsetzt.

Wie dem Berater bekannt ist, werden entsprechende Fonds häufig aktiv verwaltet. Mehrrenditen gegenüber herkömmlichen Anlageformen sind also möglich, setzen jedoch erhebliche Due Diligence voraus. Zur Reduzierung von Konzentrationsrisiken würde der Berater gerne einen privaten oder einen Publikumsfonds auswählen, der das Anlagevermögen breit streut und nicht nur in wenige Unternehmen investiert. Der Berater sucht nach geeigneten Fondsmanagern und stößt auf zwei interessante Optionen: einen globalen Publikumsfonds sowie einen privaten Fonds.

Er weist auf die begrenzte Anzahl der Beteiligungen beider Fonds hin, zumal nur wenige Unternehmen in dem gewünschten Kerngeschäft tätig sind. Außerdem gibt er die aktiven Managerrisiken und höheren Gebühren zu Bedenken, die seine Klientin in Kauf nehmen müsste. Er erläutert, dass beide Optionen Mehrrenditen gegenüber herkömmlichen Marktindizes anstreben und dazu in Unternehmen investieren, die einen messbaren Beitrag zu einem wichtigen gesellschaftlichen Thema leisten. Gleichzeitig warnt er, dass langfristige Mehrrenditen nicht garantiert sind und der Weg zum Erfolg wahrscheinlich holprig sein wird. Die Klientin zeigt sich zufrieden mit den Informationen, der Berater vertieft seine Due Diligence.

Bewertung von Impact Investment-Strategien

Um den Bewertungsprozess abzuschließen, vergleicht der Berater beide Optionen mit einer Due Diligence-Checkliste. Die Beispielliste in **Abbildung 10** enthält einige allgemeine Kategorien. Der Berater analysiert sorgfältig die Zielkonflikte der Strategie und insbesondere die Opportunitätskosten von Zeit und Kapital, die mit einer wirksamen gesellschaftlichen Veränderung und einer Finanzrendite einhergehen.

Nach Abschluss der Due Diligence und der Abwägung der Vor- und Nachteile jeder Option empfiehlt der Berater seiner Kundin den Publikumsfonds. Zwar erscheinen beide Manager gleichermaßen kompetent, der Publikumsfonds hat jedoch mehrere Vorteile: robustere Mess- und Reporting-Prozesse, weniger Liquiditätsrestriktionen sowie eine höhere Portfolio-Diversifikation (weniger Konzentrationsrisiken). Der Berater aktualisiert das Investment Policy Statement und stellt so sicher, dass beide die sozialen und finanziellen Erwartungen verstehen und regelmäßig überprüfen können, ob die Strategie die Ziele der Klientin erfüllt und weiterhin ihrem gewünschten ESG-Profil entspricht.

Abbildung 10. Eine Impact Investing-Analyse setzt eine robuste Due Diligence voraus

Wirkungs-analyse	Kennzahlen zur Messung der angestrebten Wirkung ²⁶
	Langfristige Stabilität und Kontinuität der Wirkungskennzahlen des Managers
	Berichtsfrequenz der Wirkungsanalyse Bewertung
Wertentwick-lung	Attribution
	Timing und Richtlinien für externe Evaluierungsprozesse
	Leistungsbilanz
Liquidität	Cashflow-Kontrolle
	Mindestanlagedauer
Anlageprofil	Portfolio-Allokation
	Diversifikationsprofil
	Rendite (Prognose)
Unternehmen/ Philosophie/ Prozesse	Teamstärke
	Erfahrung
	Vergütungsstruktur
	Strategie zur Mitarbeiterbindung
	Differenzierte Anlagephilosophie
Gebühren	Risikomanagement/Compliance-Prozesse
	Managementgebühr
	Erfolgsbeteiligung
	Mindestrendite (Hurdle Rate)
	Rechtskosten
	Prüfungskosten

Hinweise: Alle hier dargestellten Anlagen sind rein hypothetisch. Die Kriterien dienen zu Illustrationszwecken und sind nicht vollständig. Kriterien in Fettdruck sind wichtiger für die Evaluierung privater Fonds. Die Greenwich Roundtable (2010) hat eine fundierte Erörterung der Due Diligence privater Alternative Investment-Fonds veröffentlicht.

Quelle: Vanguard.

²⁶ Eine Liste der von dem GIIN akzeptierten Kennzahlen ist unter anderem hier abrufbar: <https://iris.thegiin.org/>

V. Abschließende Bemerkungen

Immer mehr Anleger aus der ganzen Welt wollen sich für eine robuste Corporate Governance einsetzen, die Umwelt schützen und höhere Sozialstandards durchsetzen. Vielen fällt jedoch die Entscheidung schwer, ob sie ihr Engagement auch auf ihre Portfolios ausweiten sollen. Anleger sollten genau abwägen, ob und wie sie ESG in ihr Portfolio integrieren, insbesondere wenn sie im Auftrag von Kunden und Begünstigten handeln. Die Auswahl an ESG-Strategien ist groß. Ob eine der verfügbaren Optionen die richtige ist – und wenn ja, welche – hängt von zahlreichen Faktoren ab. Mit unserem objektiven und praktischen Entscheidungsmodell entwerfen wir einen sorgfältig strukturierten Prozess, der Anleger bei ihrer Entscheidung unterstützt und ihre Prioritäten, Überzeugungen, Expertise, Ressourcen und Umstände berücksichtigt.

Literaturverzeichnis

- AAttig, Najah, Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami und Jungwon Suh, 2013. Corporate Social Responsibility and Credit Ratings. *Journal of Business Ethics* 117(4): 679-694.
- Bender, Jennifer, Xiaole Sun und Taie Wang, 2017. Thematic Indexing, Meet Smart Beta! Merging ESG Into Factor Portfolios. *The Journal of Index Investing* 8(3): 89-101.
- Bioy, Hortense, Alex Bryan, Jackie Choy, Jose Garcia-Zarate und Ben Johnson, 2017. *Passive Fund Providers Take an Active Approach to Investment Stewardship*. Chicago: Morningstar, Inc.
- Blitz, David und Frank J. Fabozzi, 2017. Sin Stocks Revisited: Resolving the Sin Stock Anomaly. *The Journal of Portfolio Management* 44(1): 105-111.
- Bloomberg Professional Services, 2016. *ESG Reporting on the Rise in Asia*. 21. April; abrufbar unter <https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-reporting-on-the-rise-in-asia/>.
- Boring, Nicolas, 2016. *Laws Prohibiting Investments in Controversial Weapons: Belgium*. Library of Congress, abrufbar unter <https://www.loc.gov/law/help/controversial-weapons/belgium.php>.
- Bosse, Paul M., Douglas M. Grim und Frank Chism, 2017. *Duty, Opportunity, Mastery: Investment Committee Best Practices*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
- Davis, Joseph, Roger Aliaga-Diaz, Peter Westaway, Qian Wang, Andrew J. Patterson, Kevin DiCiurcio, Alexis Gray und Jonathan Lemco, 2019. *Vanguard Economic and Market Outlook for 2020: The new age of uncertainty*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
- Dickson, Joel M., David T. Kwon und James J. Rowley, 2015. *Choosing Between ETFs and Mutual Funds: Strategy, Then Structure*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
- Dimson, Elroy, Oğuzhan Karakaş und Xi Li, 2015. Active Ownership. *The Review of Financial Studies* 28(12): 3,225-3,268.
- Ernst and Young LLP, 2015. *Shareholder Activism: An Engagement Opportunity*. 10. April, abrufbar unter <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/04/10/shareholder-activism-an-engagement-opportunity/#2>.
- Ertimur, Yonca, Fabrizio Ferri und Stephen R. Stubben, 2010. Board of Directors' Responsiveness to Shareholders: Evidence from Shareholder Proposals. *Journal of Corporate Finance* 16(1): 53-72.
- Eurosif, 2014. *European SRI Study*. Brüssel, Belgien.
- Fama, Eugene, F., Kenneth R. French, 2007. Disagreement, Tastes and Asset Prices. *Journal of Financial Economics* 83(3): 667-689.
- Friede, Gunnar, Timo Busch und Alexander Bassen, 2015. ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence From More Than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance and Investment* 5(4): 210-233.
- Global Initiative for Sustainability Ratings, 2014. *Corporate Sustainability (ESG) Ratings Products*, abrufbar unter <http://ratesustainability.org/hub/index.php/search/report-in-graph>.
- Global Sustainable Investment Alliance, 2018. *Global Sustainable Investment Review 2018*. Washington, D.C.: US SIF: The Forum for Sustainable and Responsible Investment.
- Greenwald, Christopher, 2010. *ESG and Earnings Performance*. 14. Oktober, abrufbar unter <https://www.thomsonreuters.com/content/dam/openweb/documents/pdf/tr-com-financial/case-study/esg-and-earnings-performance.pdf>.
- Greenwich Roundtable, 2010. *Best Practices in Alternative Investments: Due Diligence*, abrufbar unter <http://www.greenwichroundtable.org/best-practices>.
- Guenster, Nadja, Rob Bauer, Jeroen Derwall und Kees Koedijk, 2011. The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency. *European Financial Management* 17(4): 679-704.
- Hawley, Jim, 2017. *ESG Ratings and Rankings*. San Francisco: TruValue Labs.
- Hayat, Usman und Matt Orsagh, 2015. *Environmental, Social and Governance Issues in Investing*. Charlottesville, Va.: The CFA Institute.
- Heath, Alyssa, Melanie Paty und Will Martindale, 2016. *Global Guide to Responsible Investment Regulation*, abrufbar unter: <https://www.unpri.org/policy-and-regulation/global-guide-to-responsible-investment-regulation/207.article>.
- Hillman, Amy J. und Gerald D. Keim, 2001. Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line? *Strategic Management Journal* 22(2): 123-139.
- Hong, Harrison und Marcin Kacperczyk, 2009. The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets. *Journal of Financial Economics* 93(1): 15-36.
- Jennings, William W. und Gregory W. Martin, 2007. Socially Enhanced Indexing. *The Journal of Investing* 16(2): 18-31.
- Mercer Ltd., 2009. *Active Management and Active Ownership*. Oslo, Norway: Norwegian Ministry of Finance.
- Milevsky, Moshe Arye undrew Aziz, Allen Goss, Jane (Thomson) Comeault und David Wheeler, 2006. Cleaning a Passive Index. *The Journal of Portfolio Management* 32(3): 110-118.
- Minor, Dylan B., 2007. Finding the [Financial] Cost of Socially Responsible Investing. *The Journal of Investing* 16(3): 54-70.

- Mudaliar, Abhilash und Lauren Barra, 2015. *ImpactBase Snapshot*. New York: Global Impact Investing Network.
- Mudaliar, Abhilash und Rachel Bass, 2017. *Evidence on the Financial Performance of Impact Investments*. New York: Global Impact Investing Network.
- Organisation for Economic Cooperation and Development, 2017. *Investment Governance and the Integration of Environmental, Social and Governance Factors*. Paris: The Organisation for Economic Cooperation and Development.
- Pappas, Scott N. und Joel M. Dickson, 2015. *Factor-Based Investing*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
- Piani, Valeria, Kris Douma und Anna Georgieva, 2018. *A Practical Guide to Active Ownership in Listed Equity*. London: UN Principals for Responsible Investment.
- Porter, Michael E., Greg Hills, Marc Pfitzer, Sonja Patscheke und Elizabeth Hawkins, 2016. *Measuring Shared Value: How to Unlock Value by Linking Social and Business Results*, abrufbar unter: https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Measuring_Shared_Value_57032487-9e5c-46a1-9bd8-90bd7f1f9cef.pdf.
- Rangan, V. Kasturi, Sarah Appleby und Laura Moon, 2012. The Promise of Impact Investing. *Harvard Business School Background Note*. 512–045.
- Riedl, Arno und Paul Smeets, 2017. *Social Preferences and Portfolio Choice*. Working Paper No. 4403. München, Deutschland: Center for Economic Studies und Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung der Universität München.
- Schueth, Steve, 2003. Socially Responsible Investing in the United States. *Journal of Business Ethics* 43(3): 189–194.
- Sloggett, Justin und Don Gerritsen, 2016. *A Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing*. London: UN Principals for Responsible Investment.
- Statman, Meir, 2006. Socially Responsible Indices. *The Journal of Portfolio Management* 32(3): 100–109.
- Stone, Nan, Daniel Stid, Michael Ciccarone und Rani Deshpande, 2009. *The MBA Drive for Social Value*. Boston: The Bridgespan Group.
- Tonello, Matteo und Thomas Singer, 2015. *The Business Case for Corporate Investment in ESG Practices*. New York: The Conference Board.
- Trinks, Pieter Jan und Bert Scholtens, 2017. The Opportunity Cost of Negative Screening in Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics* 140(2): 193–208.
- United Nations Environment Programme Finance Initiative, 2007. *How Leading Public Pension Funds are Meeting the Challenge*. Genf, Schweiz: the United Nations Environment Programme Finance Initiative and the United Kingdom Social Investment Forum.
- Wallick, Daniel W., Douglas M. Grim, Christos Tasopoulos und James Balsamo, 2015. *The Allure of the Outlier: A Framework for Considering Alternative Investments*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.
- Yale University, 2014. *Statement of the Yale Corporation Committee on Investor Responsibility*, abrufbar unter [https://news.yale.edu/sites/default/files/files/CCIR%20Statement%20\(2014\).pdf](https://news.yale.edu/sites/default/files/files/CCIR%20Statement%20(2014).pdf).
- Zhang, Katie und Kasidet Trerayapiwat, 2016. *Report to the President on the Considerations Involved in Divesting the Dartmouth College Endowment From Directly Held Fossil-Fuel Related Assets*. Hanover, N.H.: Dartmouth College.

VI. Anhang

Anhang A: Alternative ESG-Strategien

Auch außerhalb ihres Portfolios und ohne den direkten Dialog mit Unternehmen können sich Anleger für ESG-Themen einsetzen.

Dialog mit politischen Entscheidungsträgern

Anleger können sich unter anderem telefonisch oder schriftlich an Politiker und Aufsichtsbehörden wenden. Genau wie bei Unternehmen finden konstruktive Gespräche auch hier häufig hinter verschlossenen Türen statt. Als Gegenstand der Engagements empfehlen sich unter anderem folgende Schwerpunkte:

- Gesetze zur Förderung technologischer Entwicklungen oder positiven Verhaltens, zum Beispiel Steuererleichterungen für gewerbliche und private Käufer bestimmter Produkte.
- Transparenzbestimmungen für bestimmte branchenspezifische ESG-Informationen (gesetzliche Berichtsstandards), die Anlegern die Analyse von Unternehmen erleichtern²⁷. Das Sustainable Accounting Standards Board (SASB) entwickelt zum Beispiel Berichtsstandards für finanzrelevante und branchenspezifische ESG-Informationen, die die bestehenden Zulassungsunterlagen für börsennotierte US-Unternehmen ergänzen und die Qualität, Kontinuität und Vergleichbarkeit der Daten verbessern²⁸.
- Neue Richtlinien, die bestimmte geschäftliche Tätigkeiten einschränken, verbieten oder erschweren, welche den Werten und Zielen des Anlegers widersprechen (Beispiel: Sondersteuer auf Tabakprodukte).

Teilnahme an Spendenaktionen für eine Wohltätigkeitsorganisation, Forschungseinrichtung oder ein Lobbying-Unternehmen für gezielte Forschung, Aufklärung, Innovation oder Lobbyarbeit.

Forschung und Bildung können zu einem besseren kollektiven Verständnis der Auswirkungen bestimmter Probleme und möglicher Lösungen beitragen. Beispielsweise können Geldgeber zweckgebundene Spenden für ESG-Bildungszwecke an Universitäten leisten. Diese könnten die Zahl und Qualität von BWL- und ESG-Seminaren erhöhen und die nächste Generation der Führungskräfte auf ihre Aufgabe vorbereiten, den ESG-Wandel durch öffentliche Interessenvertretung und/oder neue Produkte und Dienstleistungen weiter voranzutreiben²⁹. Gemeinnützige Einrichtungen können diese Entwicklung ebenfalls unterstützen und Prämien für neue Ideen ausschreiben, die die Entwicklung von Unternehmen und Branchen fördern. Auch Lobby-Organisationen können sich gegenüber Regierungen und im Auftrag von Investoren für ESG-Themen einsetzen.

Leitartikel schreiben

Dank neuer Medientechnologien und der weitverbreiteten Nutzung sozialer Netzwerke können Investoren heute einfacher als je zuvor ihre Überzeugungen kommunizieren und die Aufmerksamkeit der Medien auf sich ziehen. Dazu eignen sich offene Briefe (siehe oben). Wer sich an ein anderes Publikum richtet und andere zum Handeln motivieren möchte, könnte Leitartikel schreiben.

²⁷ Relevante, branchenspezifische ESG-Kennzahlen werden in der Regel als Key Performance Indicators bezeichnet.

²⁸ Eine unabhängige Prüfung der ESG-Daten von Aktiengesellschaften könnte zur Qualitätsverbesserung beitragen.

²⁹ Stone et al. (2009) haben die deutliche Zunahme von Seminaren in US Business Schools mit sozialen Inhalten untersucht. Die Autoren haben mit Experten der befragten Schulen gesprochen und konnten mehrere Gründe identifizieren: Nachfrage von Studenten und Arbeitgebern, das Interesse der Fakultät und der Wettbewerb unter MBA-Programmen.

Anhang B: Anmerkungen zur Sorgfaltspflicht in der Wirkungsanalyse von Screening-Strategien

1. **Beständig, logisch, rational:** Wie wird sich die Screening-Strategie im Vergleich zu der bisher angewendeten Anlagestrategie entwickeln? Gibt es dafür eine nachhaltige Begründung³⁰?

Abbildung A-1: Argumente für und gegen Screening

Screening kann die Wertentwicklung fördern

- Corporate Social Responsibility (CSR) kann die Kapitalkosten senken (Attig et al., 2013).
- ESG-Daten können als Proxy zur Messung der Managementqualität verwendet werden (Greenwald, 2010).
- Der Markt preist ökologische Effizienz von Unternehmen nur langsam ein (Guenster et al., 2011).
- Gute Beziehungen mit wichtigen Interessensvertretern können sich als Wettbewerbsvorteil erweisen (Hillman und Keim, 2001).

Screening kann die Wertentwicklung belasten

- Wenn Anleger die Aktien „verantwortungsbewusster“ Unternehmen aufgrund individueller Vorlieben übergewichten, treiben sie die Preise in die Höhe und drücken die zu erwartende Rendite (Fama und French, 2007).
- „Schlechte“ Unternehmen sind höheren Prozessrisiken ausgesetzt, die zu erwartende Rendite ist daher höher (Hong und Kacperczyk, 2009).
- Die Aktien „schlechter“ Unternehmen zeigen ein positives Exposure auf Aktienfaktoren mit Faktorprämie (Blitz und Fabozzi, 2017).
- Theoretisch müssen wir Diversifikationskosten tragen, wenn wir unsere Wertpapierauswahl verkleinern (Minor, 2007).

2. **Empirische Beweise:** Lässt sie die Wirksamkeit der aktiven bzw. passiven Strategie empirisch beweisen? Ist die Strategie wertsteigernd oder wertmindernd? Bei einer regelbasierten Strategie könnte die Antwort auf diese Frage auch davon abhängen, wie die Analyse durchgeführt wurde.³¹ Unter anderem bieten sich folgende Fragen an: Welche Art von Strategie wurde getestet? Welche Screening-Methode wurde verwendet? Warum? Wie erfolgreich war die Strategie in unterschiedlichen Zeitintervallen? Für Backtesting-Modelle: Wie wurden mögliche statistische Fehler behandelt (zum Beispiel Mehrfachprüfungen, Look-Ahead Bias)? Wurden alle Kosten berücksichtigt³²?

3. **Wirkungsanalyse (Portfolio):** Unter ansonsten gleichen Bedingungen sollte ein Anleger davon ausgehen, dass mit der Zahl herausgefilterter Wertpapiere auch die möglichen Performance-Abweichungen zum Markt zunehmen. Wie stark weichen die Länder- und Sektorgewichtungen, Faktor-Exposures, die Konzentration einzelner Emittenten usw. voneinander ab? Wie werden sich diese Abweichungen voraussichtlich entwickeln? Relativ konstant, hochgradig volatil oder irgendwo dazwischen³³? Wie würde sich die Strategie auf die Diversifikation des Portfolios als Ganzes auswirken, falls ein Anleger die Screening-Strategie nicht wie gewünscht auf sein gesamtes Portfolio anwenden kann?

4. **Kompetenz (für aktive Screening-Strategien):** Wie stark engagieren sich das Unternehmen und seine Mitarbeiter für die Strategie? Inwieweit tragen Prozesse und Philosophie zum Erfolg der Strategie bei? Wie schneidet das Angebot im Vergleich zu der bisherigen Lösung ab?

³⁰ Bei regelbasierten Strategien kommt dabei manchmal die Frage auf, ob eine Übergewichtung von Wertpapieren mit positivem ESG-Profil ähnlich wie zum Beispiel *Value* oder *Momentum* ein Exposure mit Faktorprämie darstellt. Wie bereits weiter oben angemerkt, sind sich Anleger und Forscher uneinig über die Definition „guter“ ESG-Eigenschaften, die Debatte über Begründungen und Inkonsistenzen hält an. Faktoren müssen daher stets im Einzelfall bewertet werden. Für eine allgemeinere Erörterung von Faktoren mit Faktorprämie siehe unter anderem Pappas und Dickson (2015).

³¹ Für weitere Informationen zu diesem Thema siehe Trinks und Scholtens (2017) und die in der Studie aufgeführten Querverweise.

³² Eine Analyse der Gesamtkosten ist häufig nicht Teil von Screening-Studien. Dies gilt auch für Studien, die die Performance verschiedener ESG-Indizes mit Screening-Komponente analysieren. Ein angemessener Vergleich ist nur möglich, wenn alle Umsetzungskosten berücksichtigt werden. Siehe Dickson, Kwon und Rowley (2015) für eine Erörterung der unterschiedlichen Reibungskosten, die die Ergebnisse von herkömmlichen Fonds und ETFs beeinflussen. Wenn Anleger eine herkömmliche Anlagestrategie durch eine bestimmte Screening-Strategie ersetzen und dazu ihre bisherigen Positionen verkaufen wollen, sollten sie nicht nur die Umsetzungskosten, sondern auch die Kosten für die Überführung ihrer Vermögenswerte berücksichtigen.

³³ Bei Indizes mit Screening-Komponente können Anleger die unbeabsichtigten Risiken durch das Screening entweder in Kauf nehmen oder versuchen, diese zu reduzieren. Für eine Erörterung der quantitativen Methoden zur Reduzierung der Risiken siehe unter anderem Jennings (2007) und Milevsky et al. (2006).

Connect with Vanguard® > global.vanguard.com

Vanguard Research-Autoren

Douglas Grim, CFA
Daniel Berkowitz, CFA

Dieses Dokument richtet sich an professionelle Anleger nach den Kriterien der MiFID II-Richtlinie. Nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt. In der Schweiz nur für professionelle Anleger. Dieses Dokument ist nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt.

CFA® ist eine registrierte Handelsmarke des CFA Institute.

Vanguard®

© 2020 The Vanguard Group, Inc.
Alle Rechte vorbehalten.

VAM 596734
VISG 596742